

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO
PUBLIC DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE TAHUN 1998-2000**



TESIS

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

Oleh :

**Yunita Pradiptasari Arimoerti
NIM C4A00111**

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

2003

UPT-DISTRIK

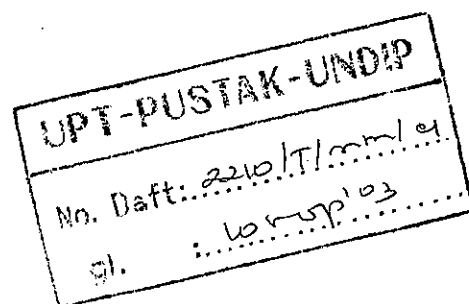


Sertifikasi

Saya, *Yunita Pradiptasari Arimoerti.*, yang bertanda tangan di bawah 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.

Yunita Pradiptasari Arimoerti

10 Maret 2003



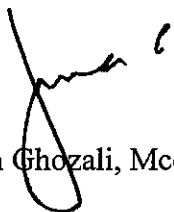
PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG GO PUBLIC DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE TAHUN 1998-2000

yang disusun oleh Yunita Pradiptasari Arimoerti., NIM. C4A001111
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 19 Maret 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



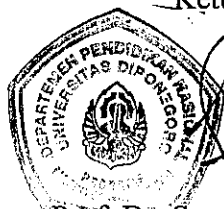
Dr. Imam Ghozali, Mcom. Akt

Pembimbing Anggota



Dra. Irene Rini DP, ME.

Semarang,
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

The separation of ownership from management in corporation creates agency problem. Managers who run companies and usually do not have stock ownership may not act in the shareholder's best interest because they maximize their own wealth.

The objective of this research is to examine the influence of ownership structure to debt policy of go public manufacturer company in Indonesia at 1998-2000. Time-series cross-sectional approach is employed to analyze 72 sample of manufacturer company. Debt to Equity Ratio (DER) is used as a proxy of debt policy while insider ownership, shareholder dispersion, and institutional investor are used as proxies of ownership structure. Firm size is used as control variable.

Result of this study shows that insider ownership, institutional investor and firm size are significantly influence debt ratio while shareholder dispersion is not significantly influence debt ratio. From this result it is suggested that insider ownership, institutional investor and firm size can be used as strategic variables which could be controlled and considered in debt policy.

*Key words : insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor,
DER*

ABSTRAK

Adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan dalam perusahaan menyebabkan timbulnya masalah keagenan. Para manajer yang biasanya tidak mempunyai kepemilikan saham menjalankan kegiatan operasi perusahaan sehari-hari bertindak tidak sesuai dengan keinginan pemilik karena ingin meningkatkan kemakmurannya sendiri.

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang pada industri manufaktur yang go public di Indonesia periode tahun 1998-2000. Analisis dilakukan secara *time-series cross-sectional* untuk 72 sampel perusahaan manufaktur. *Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan sebagai proksi dari kebijakan hutang, sedangkan struktur kepemilikan diproksikan oleh variabel *insider ownership*, *shareholder dispersion* dan *institutional investor*. Variabel ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership*, *institutional investor* dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang, sedangkan variabel *shareholder dispersion* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang, sehingga variabel *insider ownership*, *institutional investor* dan ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai variabel startejik yang memungkinkan untuk dikendalikan dan dipertimbangkan dalam kebijakan hutang perusahaan.

Kata kunci : *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional investor*,
DER

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan karunia-Nya sehingga peneliti mampu menyelesaikan tesis ini sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan program Pascasarjana pada Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

Selama menyelesaikan tesis ini, peneliti banyak mendapatkan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini peneliti ingin mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya atas bantuan yang telah diberikan, yaitu kepada :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen UNDIP.
2. DR. Imam Ghozali M.Com, Akt, selaku dosen pembimbing utama dan Dra. Irene Rini DP, ME, selaku dosen pembimbing kedua yang mengarahkan dan membimbing peneliti sampai terselesainya tesis.
3. Keluarga Drs. H. Sugiarto, yang telah banyak memberikan bantuan baik moril maupun materiil.
4. Keluarga Ari Soenaryo, atas seluruh doa dan dukungan yang telah diberikan.
5. Oki Setya Budi Handoyo, ST, atas dukungan, doa dan semangat yang telah diberikan
6. Ira Paramitha Rahayu, SPt, selaku rekan satu tim , atas persaudaraan, persahabatan dan kerjasamanya.

7. Seluruh staf pengelola, staf pengajar, staf administrasi, staf lab. komputer serta karyawan Program Magister Manajemen UNDIP atas kerjasama yang baik selama proses perkuliahan
8. Teman-teman angkatan XV pagi MM Undip yang selalu memberikan semangat, kegembiraan, dan tambahan pengetahuan

Peneliti menyadari bahwa skripsi ini masih banyak kekurangan dan masih jauh dari sempurna, maka dengan segala kerendahan hati peneliti mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi kesempurnaan tesis ini. Semoga karya sederhana ini memberi manfaat bagi pihak-pihak yang memerlukan.

Semarang, Maret 2003

DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL.....	i
SERTIFIKASI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN TESIS.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ABSTRAK.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR TABEL.....	x
DAFTAR GAMBAR.....	xi
BAB I : PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	9
1.4 Manfaat penelitian.....	9
BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL.....	11
2.1 Teori Keagenan.....	11
2.2 Penelitian Terdahulu.....	15
2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis.....	18
2.3.1 Pengaruh <i>Insider ownership</i> terhadap Rasio hutang.....	19
2.3.2 Pengaruh <i>Institutional investor</i> terhadap Rasio hutang.....	20
2.3.3 Pengaruh <i>Shareholder dispersion</i> terhadap Rasio hutang.....	21
2.3.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan (<i>Firm Size</i>) terhadap Rasio hutang.....	22

	Halaman
BAB III : METODE PENELITIAN.....	23
3.1 Jenis dan Sumber Data.....	23
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian.....	23
3.3 Definisi Operasional.....	24
3.4 Teknik Analisis.....	27
3.5 Uji Asumsi Klasik.....	28
3.5.1 Normalitas.....	28
3.5.2 Multikolinearitas.....	28
3.5.3 Heteroskedastisitas.....	29
3.5.4 Autokorelasi.....	30
BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN.....	31
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	31
4.1.1 Aset Perusahaan.....	31
4.1.2 Rincian Jenis Usaha Perusahaan.....	32
4.2 Deskripsi Statistik Variabel Penelitian.....	34
4.3 Proses dan Hasil Analisis.....	35
4.3.1 Pengujian Asumsi Klasik.....	35
4.3.2 Pengujian Hipotesis.....	44
BAB V : KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	50
5.1 Kesimpulan.....	50
5.1.1 Kesimpulan Hipotesis.....	50
5.1.2 Kesimpulan Penelitian.....	53
5.2 Implikasi Kebijakan.....	53
5.3 Keterbatasan Penelitian.....	55
5.4 Agenda Penelitian Mendatang.....	56
DAFTAR PUSTAKA.....	xii
LAMPIRAN.....	xv

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Debt to Equity Ratio (DER) perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian	7
Tabel 2.1 Hasil penelitian terdahulu	15
Tabel 3.1 Proses pemilihan perusahaan yang menjadi sampel penelitian	24
Tabel 3.2 Durbin-Watson test	30
Tabel 4.1 Aset perusahaan	31
Tabel 4.2 Perusahaan manufaktur di BEJ yang menjadi sampel penelitian	33
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Variabel	34
Tabel 4.4 Hasil uji Kolmogorov-Smirnov satu arah	38
Tabel 4.5 Hasil uji Multikolinearitas	40
Tabel 4.6 Koefisien korelasi masing-masing variabel bebas	41
Tabel 4.7 Hasil analisis regresi berganda	45

DAFTAR GAMBAR

halaman

Gambar 2.1	Model <i>Trade-off</i>	15
Gambar 2.2	Model Penelitian	19
Gambar 4.1	Grafik Normal Plot	36
Gambar 4.2	Grafik Scatterplot.....	42

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kelangsungan hidup maupun kesempatan berkembang suatu perusahaan dalam iklim persaingan yang semakin ketat dewasa ini sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana dan akses perusahaan kepada sumber dana yang tersedia. Untuk dapat menjalankan usahanya, setiap perusahaan membutuhkan dana. Dana dapat diperoleh dari pemilik perusahaan maupun dari luar perusahaan.

Sumber-sumber dana bagi perusahaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (dalam bentuk laba ditahan) dan dana dari luar perusahaan (dalam bentuk hutang, yaitu dana yang berasal dari para kreditur dan dana yang berasal dari peserta yang mengambil bagian di dalam perusahaan yang akan menjadi modal sendiri) (Bambang Riyanto, 1995). Dana yang dimiliki perusahaan baik bersumber dari dalam maupun dari luar akan terangkum dalam struktur modal perusahaan. Perusahaan perlu menentukan strategi untuk menciptakan struktur modal optimal. Hal ini dikarenakan struktur modal merupakan perimbangan jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri yang merupakan pencerminan dari efisiensi perusahaan. (Weston dan Copeland, 1986). Konsep ini dimaksudkan untuk menentukan besarnya biaya yang secara riil ditanggung oleh perusahaan untuk memperoleh dana dari suatu sumber.

IPO (*Initial Public Offering*) atau *go public* merupakan salah satu alternatif sumber pendanaan melalui peningkatan ekuitas perusahaan dengan cara

menawarkan saham kepada masyarakat. Dengan melakukan *go public*, perusahaan dapat menikmati berbagai manfaat baik finansial maupun non-finansial, diantaranya (1) perusahaan dapat memperoleh dana relatif besar (2) dana yang diperoleh dapat digunakan untuk memperluas usaha dan memperbaiki struktur modal, (3) memacu perusahaan untuk lebih profesional karena adanya tuntutan dari publik atau pemegang saham dan (4) perusahaan menjadi lebih dikenal oleh masyarakat. (Syukryi Abdullah, 2001). Namun keputusan *go public* mempunyai konsekuensi timbulnya masalah-masalah keagenan (*agency problem*) diantara pihak-pihak yang terlibat dalam kontrak, seperti yang diprediksi oleh Jensen dan Meckling (1976) dan terbukti secara empiris (Crutchley dan Hansen, 1989; Easterbrook, 1984; Ang, *et.al*, 2000 ; dan Brailsford, 2001)

Masalah keagenan terjadi disebabkan karena adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan dalam perusahaan, dimana para manajer yang biasanya tidak mempunyai saham kepemilikan menjalankan kegiatan operasi perusahaan sehari-hari. Secara teknis, para manajer merupakan wakil dari pemilik atau para pemegang saham, akan tetapi kenyataannya mereka mengendalikan perusahaan secara keseluruhan. Dengan demikian dapat terjadi konflik kepentingan antara pemilik yang mengharapkan para manajer bertindak atas nama pemilik dengan para manajer yang juga mempunyai kepentingan sendiri. (Jensen & Meckling, 1976)

Dalam hal struktur modal, terutama berkaitan dengan penggunaan hutang, karena adanya kecenderungan perilaku oportunistik oleh manajer dimana manajer kurang berhati-hati dalam menggunakan hutang, maka biaya keagenan hutang

(*agency cost of debt*) akan semakin tinggi dan pada akhirnya akan merugikan pemegang saham. Oleh karena itu perlu adanya monitoring untuk menghindari perilaku oportunistik manajer serta agar manajer dapat bertindak yang terbaik bagi pemegang saham.

Konflik yang terjadi antara agen (*insider*) dengan *stockholder* dapat dikurangi dengan melakukan berbagai pendekatan. Jensen & Meckling (1976) menyatakan perlunya meningkatkan kepemilikan *insider* (*insider ownership*) dalam perusahaan sehingga *insider* akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung segala konsekuensi dan risiko dari tindakan-tindakan yang diambilnya. Adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan berusaha untuk menurunkan *agency cost*.

Penelitian mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap struktur modal perusahaan sudah banyak dilakukan oleh para peneliti dan ditemukan hasil penelitian yang berbeda-beda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* dengan ratio hutang perusahaan.

Dengan menggunakan sumber data, periode sampel dan teknik pengambilan sampel yang berbeda, Friend dan Hasbrouk (1998), Friend dan Lang (1988), dan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) memperoleh hasil penelitian yang berbeda yaitu prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* berhubungan negatif dengan ratio hutang perusahaan. Kemudian dalam suatu studi yang menggunakan

pre-set levels of share ownership, Chaganti dan Damanpour (1991) menemukan bahwa *insider stock ownership* tidak memiliki pengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

Moh'd. et.al (1998), di tengah-tengah ketidak pastian akibat adanya perbedaan hasil penelitian sebelumnya mengenai struktur kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan, menyatakan bahwa terdapat aspek lain di dalam struktur kepemilikan yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan harus dipertimbangkan dalam mengurangi *agency cost*, yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar, yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion*. Dalam penelitian ini, ditemukan bahwa kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*), kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional investor*) serta penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholder dispersion*) mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan.

Dengan menggunakan pola hubungan *interrelation*, Bathala (1994) menemukan bahwa *institutional investor* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang dan *manajerial equity holding* perusahaan. Tetapi mengingat penelitian-penelitian sebelum ini dilakukan di pasar bursa negara-negara maju, seperti Amerika dan negara-negara di Eropa dimana kontrol perusahaan telah didominasi oleh suatu sistem *corporate governance*, sehingga keputusan-keputusan penting perusahaan tidak hanya ditetapkan oleh satu pihak yang dominan akan tetapi ditetapkan setelah mendapatkan masukan dari berbagai pihak yang berkepentingan (*stockholder*). Hal ini jelas berbeda

dengan studi di Indonesia , dimana perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) kebanyakan didominasi oleh kontrol individu atau keluarga.(Herwidayatmo,2000). Dominasi dari kepemilikan keluarga akan mempengaruhi pembuatan keputusan oleh manajemen, sehingga bukan hal yang mengejutkan bahwa anggota keluarga yang mempunyai prosentase saham yang besar juga memegang porsi manajemen kunci., sehingga *agency problem* dapat timbul dari perbedaan kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas.

Berdasar hasil penelitian sebelumnya dan adanya perbedaan struktur kepemilikan saham di Indonesia dengan negara tempat penelitian sebelumnya dilakukan, maka dalam penelitian ini akan diteliti kembali pengaruh struktur kepemilikan yang diproksikan oleh variabel *insider ownership*, *shareholder dispersion*, dan *institutional investor* terhadap kebijakan hutang yang diproksikan oleh variabel DER (*Debt to Equity Ratio*). Variabel keagenan lain, yaitu ukuran perusahaan (*firm size*) digunakan sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini seperti yang dilakukan oleh Jensen, *et.al* (1992), Titman & Wessel (1988), Mehran (1992), serta Moh'd, *et.al* (1998)

Obyek penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang go public di BEJ dengan periode tahun 1998-2000, karena perusahaan manufaktur merupakan pihak yang pertama kali merasakan dampak krisis moneter. Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang mempunyai banyak aspek pengganggu eksternal dimana hal ini disebabkan karena perusahaan maufaktur menggunakan bahan yang hampir seluruhnya impor. Oleh

karena itu, perusahaan manufaktur perlu membuat strategi kebijakan hutang yang optimal dalam struktur modal perusahaan untuk memperoleh dana dalam rangka eksistensi dan ekspansi di tengah krisis ekonomi.

Perkembangan *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian dari tahun 1998-2000 diperlihatkan pada tabel berikut ini :

Tabel 1.1
Debt to Equity Ratio (DER) Perusahaan Manufaktur
yang Menjadi Sampel Penelitian

No.	Nama Perusahaan	DER		
		1998	1999	2000
1	Cahaya Kalbar	0.50	0.37	0.36
2.	Sekar Laut	-2.28	-2.01	-1.46
3.	Gudang Garam	0.58	0.39	0.77
4.	Sunson Textile Manufacturer	1.88	1.48	2.28
5.	Concord Benefit Enterprises	-1.29	-1.17	-1.26
6.	Hanson Industri Utama	3.02	6.33	21.87
7.	Karwell Indonesia	2.96	2.01	3.36
8.	Sarasa Nugraha	-1.98	-2.14	1.19
9.	Barito Pacifik Timber	2.87	3.11	16.27
10.	Surya Dumai Industri	3.62	5.99	-6.83
11.	Eterindo Wahanatama	7.58	5.33	-18.62
12.	Lautan Luas	0.93	0.77	1.02
13.	Tri Polyta Indonesia	8.37	15.08	-5.49
14.	Berlina Co	0.78	0.47	0.69
15.	Lion Metal Works	0.29	0.28	0.25
16.	Lionmesh Prima	3.73	2.53	3.33
17.	Itamaraya Gold Industry	0.84	2.16	2.35
18.	Kedaung Indah Can	0.58	0.61	0.71
19.	Voksel Electric	-3.47	-4.16	-7.62
20.	Branta Mulia	7.22	2.91	3.83
21.	Nipress	34.9	3.87	12.31
22.	Prima Alloy Steel	22.32	11.64	13.65
23.	Inter Delta	-2.17	-4.74	-2.47
24.	Perdana Bangun Pusaka	0.85	0.68	1.07

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2001

1.2 Perumusan Masalah

Telah diuraikan dalam latar belakang masalah bahwa dalam hal kebijakan hutang, untuk mengurangi kecenderungan perilaku oportunistik oleh manajemen yang akan merugikan pemegang saham diperlukan beberapa pendekatan, yaitu kepemilikan saham oleh *insider* (Jensen Meckling, 1976; Moh'd, *et.al*, 1998), serta bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar, yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* (Moh'd, *et.al*, 1998). Beberapa Penelitian sebelumnya mengenai pengaruh struktur kepemilikan saham terhadap struktur modal perusahaan memberikan hasil yang berbeda-beda, serta kondisi di Indonesia juga menunjukkan bahwa kontrol perusahaan kebanyakan didominasi oleh individu atau keluarga, sehingga masalah yang dapat diangkat dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*), struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional investor*), dan penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholder dispersion*), terhadap struktur modal (kebijakan hutang) perusahaan di Indonesia, dengan memasukkan variabel kontrol ukuran perusahaan (*firm size*).

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan oleh variabel DER
2. Menganalisis pengaruh struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional investor*) terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan oleh variabel DER
3. Menganalisis pengaruh penyebaran jumlah pemegang saham (*shareholder dispersion*) terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan oleh variabel DER
4. Mengkaji kembali variabel kontrol *firm size* yang digunakan oleh Jensen.et.al (1992), Mehran (1992), Moh'd.et.al (1998), apakah hasil penelitian yang dilakukan di Indonesia konsisten dengan kedua penelitian tersebut.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Memberikan tambahan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan para investor yang berhubungan dengan masalah keagenan dan aplikasinya terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam mengambil keputusan tentang kebijakan hutang.
3. Bagi para investor, informasi ini berguna sebagai bahan pertimbangan apakah kehadiran mereka sudah cukup efektif atau belum dalam memonitor manajemen, karena menyangkut modal yang mereka tanamkan.
4. Memberi masukan bagi para akademisi dan praktisi manajemen keuangan bahwa perusahaan yang tidak mempertimbangkan struktur kepemilikan saham akan rentan terhadap munculnya masalah keagenan. Tambahan informasi ini diharapkan menjadi acuan bagi penyempurnaan penelitian tentang teori keagenan di masa datang.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976), teori keagenan pada dasarnya mengatur hubungan antara satu kelompok pemberi kerja (prinsipal) dengan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam konteks ini yang dimaksud prinsipal adalah para pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen pengelola perusahaan. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing. Prinsipal menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan, sedangkan agen mempunyai kewajiban untuk mengelola apa yang ditugaskan oleh para pemegang saham kepadanya. Untuk kepentingan tersebut prinsipal akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan agen memperoleh gaji, bonus dan berbagai kompensasi lainnya .

Masalah keagenan muncul ketika, pertama keinginan atau tujuan antara prinsipal dengan agen berbeda dan sulit bagi prinsipal untuk memeriksa apa yang sebenarnya dilakukan oleh agen. Yang kedua adalah antara prinsipal dan agen memiliki perbedaan sikap mengenai risiko, dimana prinsipal lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan memperoleh kembalian atau *return* yang tinggi, sementara agen lebih memilih investasi dengan risiko lebih rendah untuk melindungi posisinya. Konflik inilah yang menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). (Jansen & Meckling, 1976; Fama, 1980; dan Crutchley dan Hansen, 1989)

Perusahaan merupakan suatu subjek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut (Bathala, *et.al*, 1994)

Hubungan keagenan antara manajer dan pemegang saham mempengaruhi pengambilan keputusan dalam perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada karakteristik perusahaan (seperti nilai perusahaan dan leverage). (Brailsford, *et.al*, 2001)

Brailsford, *et.al* (2001) menemukan adanya keterkaitan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal. Pendapat tersebut didasarkan pada hipotesis bahwa keputusan pembayaran perusahaan dipengaruhi oleh dorongan oportunistik manajer dan dorongan ini dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan ekuitas (Demsetz, 1983; Shleifer dan Vishny, 1986). Dengan demikian distribusi kepemilikan saham berhubungan dengan struktur modal.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan (*agency cost*). Pertama, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976) dimana akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan saham, maka *insider* akan merasakan langsung manfaat dari

keputusan yang diambilnya, demikian juga kerugian yang timbul sebagai akibat konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Kedua, yaitu dengan meningkatkan pembayaran dividen (*dividend payout ratio*). (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Penambahan modal dari pemodal eksternal (melalui penawaran saham perdana/ IPO atau *rigt issue*) akan meningkatkan monitoring atau pengawasan dari pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal (seperti *Security and Exchange Commission, underwriter* dan investor) (Crutchley dan Hansen, 1989)

Ketiga, yaitu dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. (Jensen dan Meckling, 1976; Crutchley dan Hansen, 1989; dan Jensen, 1986). Hal itu dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan berarti akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu hutang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992; Jensen, 1986)

Keempat, yaitu *monitoring agent* melalui *institutional investor*. Moh'd, *et.al* (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu *institutional investor* dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu

sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran power menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh *investor-investor institutional* seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*

Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market control*, *capital market control* dan ancaman *take over* (Mester, 1989). Dalam *labor market control*, pemberian kompensasi kepada *insider* dikaitkan dengan kinerja dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja yang baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). *Market for corporate control* diasumsikan mengancam setiap saat dengan frekuensi tinggi, tanpa hambatan sehingga mampu membuat pengelola takut berperilaku menyimpang dari keinginan pemegang saham. Selanjutnya ancaman *take over* akan membuat manajer disiplin dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dalam konteks ini manajer yang kinerjanya buruk akan tersingkir bila *take over* terjadi.

2.2 Penelitian Terdahulu

Hasil penelitian terdahulu diperlihatkan pada tabel berikut :

Tabel 2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Friend dan Lang (1988)	Menguji apakah keputusan struktur modal perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen itu sendiri	<i>Firm risk, firm size, market value of equity, insider ownership, nonmanagerial stockholder, firm asset, profitability dan debt ratio</i>	<i>Firm risk</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Firm size</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Profitability</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Insider ownership</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i>
2.	Mehran (1992)	Menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan <i>executive incentive plans, managerial equity investment, pengawasan oleh Board of Directors dan major shareholder</i>	<i>Insider ownership, outside board members, individual investor, growth opportunities, collateral value of asset, businessrisk dan debt ratio</i>	<i>Insider ownership</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Individual investor</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i> Semakin banyak <i>investment bankers</i> pada dewan direksi, <i>debt ratio</i> semakin besar

No	Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
3.	Jensen, <i>et.al</i> (1992)	Menguji hubungan antara <i>insider ownership, debt</i> dan <i>dividend policies</i>	<i>Insider ownership, debt ratio</i> dan <i>dividend</i>	<i>Insider ownership</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> Terdapat hubungan ketergantungan antara <i>insider ownership, debt</i> dan <i>dividend policies</i>
4.	Bathala, <i>et.al</i> (1994)	Menguji pengaruh <i>institutional ownership</i> terhadap <i>debt policy</i> dan <i>managerial ownership</i> perusahaan	<i>Institutional ownership, managerial ownership</i> dan <i>debt ratio</i>	<i>Institutional ownership</i> berpengaruh negatif terhadap <i>managerial ownership</i> dan <i>debt ratio</i> Meningkatnya kepemilikan oleh <i>institutional investor</i> akan mengurangi <i>insider ownership</i> dan menggantikan peran hutang dalam mengurangi <i>agency problem</i>
5.	Agrawal dan Knoeber (1996)	Menguji pengaruh 7 mekanisme untuk mengontrol <i>agency problem</i> antara <i>manager-shareholder</i> (yaitu : <i>shareholder of insider, institution & large blockholder, use of outside director, debt policy, managerial labor</i>	<i>Shareholder of insider, institution & large blockholder, use of outside director, debt policy, managerial labor market & market for corporate control</i> dan <i>performance</i> (Tobin's q)	<i>Shareholder of insider</i> berpengaruh positif terhadap <i>performance</i> perusahaan <i>Outside directors, debt financing</i> dan <i>market for corporate control</i> berpengaruh negatif terhadap

No	Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
		<i>market & market for corporate control</i>) terhadap kinerja perusahaan		<i>performance</i> perusahaan Terdapat hubungan yang signifikan antara <i>performance</i> dengan <i>shareholder of insider, outside representation on the board, debt financing</i> dan <i>market for corporate control</i>
6.	Moh'd, et.al (1998)	Menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal	<i>Insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor dividend payment, growth, firm size, asset structure, asset risk, profitability, tax rate, non-debt tax shield, uniqueness</i> dan <i>debt ratio</i>	<i>Insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Dividend payment, growth, asset risk, (intrinsic business risk) profitability,</i> dan <i>uniqueness</i> berpengaruh negatif terhadap <i>debt ratio</i> <i>Firm size, asset structure, asset risk, (operating leverage), tax rate, non-debt tax shield</i> berpengaruh positif terhadap <i>debt ratio</i>

No	Peneliti	Tujuan Penelitian	Variabel	Hasil Penelitian
8.	Ang, <i>et.al</i> (2000)	Menguji pengaruh struktur kepemilikan (<i>ownership structure</i>) terhadap biaya keagenan (<i>agency cost</i>)	<i>Agency cost, owner-manager, outsider manager, external monitoring by bank</i>	<i>Outsider-manager</i> berpengaruh positif terhadap <i>agency cost</i> <i>Nonmanager shareholder</i> berpengaruh positif terhadap <i>agency cost</i> Semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan, maka <i>agency cost</i> akan semakin kecil <i>External monitoring by bank</i> berpengaruh negatif terhadap <i>agency cost</i>

Sumber : berbagai jurnal

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Perumusan Hipotesis

Berdasarkan uraian sebelumnya, adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan menyebabkan timbulnya konflik kepentingan dalam perusahaan antara pihak manajemen. Dalam hal kebijakan hutang konflik ini timbul karena pihak manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Berikut ini adalah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen

2.3.1 Pengaruh *Insider ownership* terhadap Rasio hutang

Hasil penelitian Moh'd, et.al (1998) konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen, et.al (1992) dan Friend dan Lang (1988) yaitu kepemilikan saham oleh pihak internal (*insider ownership*) berpengaruh negatif dengan rasio hutang dalam struktur modal perusahaan. Penelitian Kim, Lee dan Francis (1988) menemukan bahwa perusahaan dengan *insider ownership* yang lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* kecil.

Easterbrook (1984) dan Saunders, et.al (1990) menyatakan bahwa jika struktur kepemilikan saham oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan berkurang dengan semakin meningkatnya kepemilikan saham oleh manajer. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan oleh *insider*, *insider* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung segala konsekuensi dari tindakannya.

Namun, penelitian Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hasil yang berbeda, yaitu prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* berpengaruh positif dengan rasio hutang perusahaan.

Dari temuan empiris tersebut di atas dapat ditarik hipotesis penelitian yang akan diuji dalam studi ini, yang dinyatakan sebagai berikut :

H1 : *Insider ownership* mempunyai pengaruh dan signifikan terhadap rasio hutang

2.3.2 Pengaruh *Institutional investor* terhadap Rasio hutang

Hasil studi Moh'd, et.al (1998) konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Grier dan Zychowicz (1994) dan Shleifer dan Vishny (1986) yaitu bahwa *institutional investor* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan dengan rasio hutang. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Ini berarti bahwa *institutional investor* dapat menggantikan peran hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan dan mengurangi *agency problem*. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional investor* akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan memaksa manajer mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi *agency cost* (Bathala, et.al, 1994).

Hipotesis yang dapat diturunkan dari temuan-temuan di atas adalah :

H2 : *Institutional investor* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang

2.3.3 Pengaruh *Shareholder dispersion* terhadap Rasio hutang

Teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan saham akan terpecah dalam prosentase yang kecil. Hal ini menyebabkan kekuatan (power) para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah. Rozeff (1982) dalam Moh'd, et.al (1998) menyatakan bahwa semakin besar jumlah pemegang saham, maka semakin menyebar kepemilikan sehingga ada kecenderungan berpengaruh negatif dan tidak signifikan dengan rasio hutang. Sedangkan hasil studi Moh'd, et.al (1998) menemukan bahwa jumlah penyebaran kepemilikan saham (*shareholder dispersion*) mempunyai pengaruh negatif dan signifikan dengan rasio hutang

Hipotesis yang dapat diturunkan dari temuan-temuan di atas adalah :

H3 : *Shareholder dispersion* mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio hutang

2.3.4 Pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) terhadap Rasio hutang

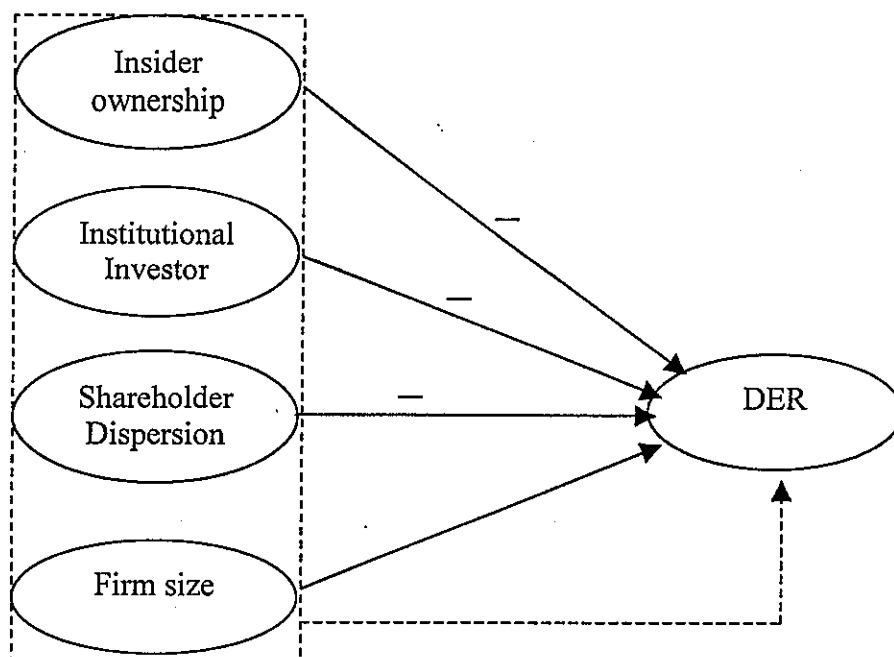
Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan ada pengaruh positif ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Hasil studi

Moh'd, et.al (1998) dan Homaifar, et.al (1994) menemukan bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap rasio hutang

H4 : Ukuran perusahaan (*Firm size*) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan dengan rasio hutang

H5 : *Insider ownership, shareholder dispersion, institutional investor dan firm size* secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap rasio hutang

Dari kerangka pemikiran teoritis dan perumusan hipotesis di atas dapat dibuat model sebagai berikut :



Gambar 2.2
Model Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder bersumber dari laporan keuangan perusahaan yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1999-2001. Jenis data yang dikumpulkan meliputi data tentang laporan keuangan dan data kepemilikan saham.

Pengumpulan data dilakukan secara pooling data (*time-series cross sectional*). Pooling data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan, yaitu dari tahun 1998-2000 yang tercatat pada *Indonesian Capital Market Directory* dari tahun 1999-2001 dan tetap eksis setiap tahunnya.

3.2. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan dari kelompok industri manufaktur yang terdaftar di BEJ periode tahun 1998- 2000

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Menurut Zikmund (1994) pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* adalah pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan kriteria-kriteria tertentu.

Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1998-2001
2. Perusahaan memiliki data laporan keuangan selama periode penelitian
3. Perusahaan memiliki data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh Direktur, Komisaris dan Institutional Investor Dari kriteria-kriteria tersebut terdapat 72 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

Prosesi pemilihan perusahaan yang menjadi sampel penelitian dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3.1. Proses Pemilihan Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian

Tahun Kriteria	1998	1999	2000
Memiliki laporan keuangan	146	147	155
Memiliki Insider ownership	39	37	42
Memiliki Institutional Investor	39	37	42
Konsistensi perusahaan	24	24	24
Jumlah	24	24	24

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2001

3.3 Definisi Operasional

3.3.1 DER (*Debt to Equity Ratio*)

Variabel rasio hutang diberi simbol DER merupakan rasio hutang terhadap equity (Moh'd, *et.al*, 1998)

Variabel *debt ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DEBT = \frac{debt}{equity}$$

3.3.2 *Insider Ownership*

Variabel *insider ownership* diberi simbol INSID, merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajemen, komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Sedangkan Chen dan Steiner (1999) dan Crutchley dan Hansen (1989) mendefinisikan sebagai rasio antara saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris dengan total saham.

Variabel *insider ownership* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{INSID} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{total saham}}$$

3.3.3 *Institutional Investor*

Variabel *Institutional Investor* diberi simbol INST, merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh investor institusional seperti LSM, pemerintah (BUMN) maupun perusahaan swasta (Bathala, et.al, 1994)

Variabel *institutional investor* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{INST} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional}}{\text{total saham}}$$

3.3.4 *Shareholder Dispersion*

Variabel *Shareholder dispersion* diberi simbol SHRS, merupakan varian dari prosentase kepemilikan saham. Dalam hal ini para pemegang saham dipertimbangkan sebagai kelompok dimana setiap pemegang saham mewakili satu kelompok. Dalam penelitian ini nilai varians yang kecil menunjukkan data kepemilikan saham semakin homogen yang berarti kepemilikan saham menyebar atau tidak terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja, dan sebaliknya. Data jumlah kelompok pemegang saham ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory*.

Variabel *Shareholder Dispersion* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\begin{aligned} \text{SHRS} &= \text{varian} \\ &= \frac{\sum (X_i - \bar{X})^2}{N-1} \end{aligned}$$

dimana : X_i : prosentase kepemilikan saham tiap kelompok

\bar{X} : rata-rata prosentase kepemilikan saham

N : jumlah data

3.3.5 Ukuran Perusahaan

Variabel ukuran perusahaan diberi simbol SIZE, merupakan natural logaritma dari total sales (Moh'd, *et.al*, 1998)

3.4 Teknik Analisis

Model analisis yang akan digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini adalah model regresi berganda (*multiple linear regression method*) dengan menggunakan paket program SPSS (*Statistic Program For Social Science*)

Persamaan regresi yang digunakan adalah :

$$DEBT_{i,t} = b_0 + b_1.(INSID)_{i,t} + b_2.(INST)_{i,t} + b_3.(SHRS)_{i,t} + b_4.(SIZE)_{i,t} + e$$

Dimana :

- b_0 : intersep
- i : perusahaan ke- i
- t : tahun ke- t
- e : error
- DER : *Debt to Equity ratio*, rasio hutang terhadap equity perusahaan
- INSD : *Insider Ownership*, persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris
- SHRS : Penyebaran kelompok pemegang saham, varian dari prosentase saham yang dipegang oleh kelompok pemegang saham
- INST : *Institutional Investor*, persentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi
- SIZE : Ukuran perusahaan, natural log dari *sales*

Uji asumsi regresi berganda normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi digunakan dalam penelitian ini.

3.5 Uji Asumsi Klasik

3.5.1 Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat, variabel bebas keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah model dengan distribusi data yang normal atau mendekati normal (Imam Ghozali, 2001).

Untuk mendeteksi normalitas dapat digunakan Grafik Nnormal P-P Plot. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Imam Ghozali, 2001).

Selain dengan menggunakan grafik, pengujian normalitas juga dapat dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji ini adalah metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Jika nilai Kolmogorov-Smirnov tidak signifikan (variabel memiliki tingkat signifikansi di atas 0,05) maka semua data terdistribusi secara normal (Hair, 1995).

3.5.2 Multikolinearitas

Multikolinearitas yaitu adanya hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam persamaan regresi. Adanya multikolinearitas akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Gujarati, 1995)

Gejala multikolinearitas dideteksi dengan menggunakan perhitungan *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai TOL berkebalikan dengan VIF. *Tolerance* adalah besarnya variasi dari satu variabel independen yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya, sedangkan VIF menjelaskan derajat suatu variabel independen dijelaskan oleh variabel independen lainnya (Hair, 1995). Menurut Gujarati (1995), semakin besar nilai VIF maka semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen.. Jika nilai TOL lebih besar dari 0,1 maka tidak terdapat multikolinearitas diantara variabel independen (Hair, 1995). Sedangkan untuk nilai VIF, menurut Gujarati (1995) sebagai *rule of thumb*, nilai VIF yang lebih besar dari 10 menunjukkan bahwa ada kolinearitas yang tinggi diantara variabel independen.

3.5.3 Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas yaitu variabel pengganggu (e_i) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homoskedastisitas yaitu setiap variabel penjelas memiliki varians yang sama (konstan). Heteroskedastisitas lebih sering muncul pada data *cross section* dibandingkan pada data *time series* (Mudrajat Kuncoro, 2001).

Untuk mendeteksi adanya gejala heteroskedastisitas dalam model persamaan regresi digunakan metode Glejser. Metode ini melakukan regresi antara nilai absolut e_i dari tiap variabel independen. Apabila koefisien regresi

tersebut signifikan maka terdapat heteroskedastisitas di dalam data (Gujarati, 1995).

3.5.4 Autokorelasi

Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time-series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi, maka estimator *least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995).

Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin-Watson d Statistic Test*. Nilai d yang menunjukkan ada tidaknya autokorelasi disajikan pada Tabel 1. di bawah ini. Panduan untuk mendapatkan angka d_L (*lower bond*) dan d_U (*upper bond*) dapat dilihat pada tabel Durbin-Watson (D-W) pada buku statistik yang relevan.

Tabel 3.2. Durbin-Watson test

Hipotesis Nol (H ₀)	Keputusan	Nilai d	Kesimpulan
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak terima H ₀	$0 < d < d_L$	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$d_L \leq d \leq d_U$	Tidak ada kesimpulan
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak terima H ₀	$4 - d_L < d < 4$	Terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak ada keputusan	$4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$	Tidak ada kesimpulan
Tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif	Terima H ₀	$d_U < d < 4 - d_U$	Tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi

Sumber : Gujarati, 1995.

Apabila nilai d adalah $d_U < d < 4 - d_U$, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang go public atau tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dengan periode pengamatan dari tahun 1998-2000, dimana laporan keuangannya terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2001. Secara singkat proses penentuan obyek penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3.1.

Dalam gambaran umum ini akan dibahas mengenai aset perusahaan dan rincian jenis usaha perusahaan yang menjadi obyek dalam penelitian.

4.1.1 Aset Perusahaan

Dalam penyajian aset perusahaan, besarnya aset digolongkan menjadi aset yang kurang dari 100 Milyar, antara 101 Milyar-500 Milyar, antara 501 Milyar-1 Trilyun dan di atas 1 Trilyun.

Adapun komposisi aset dapat dilihat pada Tabel 4.1 berikut.

Tabel 4.1
Aset Perusahaan

Ukuran	Jumlah	Prosentase
< 100 Milyar	7	29.167 %
101 Milyar – 500 Milyar	7	29.167 %
501 Milyar – 1 Trilyun	4	16.67 %
> 1 Trilyun	6	25 %

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory Tahun 1999-2001*, diolah

Dari tabel 4.1 terlihat bahwa perusahaan yang menjadi sampel penelitian paling dominan adalah perusahaan yang mempunyai aset total kurang dari 100 Milyar dan perusahaan yang mempunyai aset total antara 101 Milyar – 500 Milyar, yaitu masing-masing sebanyak 7 perusahaan.

4.1.2 Rincian Jenis Usaha Perusahaan

Perusahaan manufaktur yang menjadi obyek dalam penelitian ini hanya terdiri dari 12 bidang usaha dari 20 bidang usaha manufakturing atau kelompok usaha manufaktur yang ada di BEJ. Rincian keadaan jenis usaha perusahaan manufaktur yang menjadi obyak penelitian ini dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut

Tabel 4.2
Perusahaan Manufaktur di BEJ
yang Menjadi Sampel Penelitian

No	Golongan Usaha	Nama Perusahaan	Jumlah
1.	Food and Beverages	PT. Cahaya Kalbar PT. Sekar Laut	2
2.	Tobacco Manufacturer	PT. Gudang Garam	1
3	Textile Mill Product	PT. Sunson Textile Manufacturer	1
4.	Apparel & Other Textile Product	PT. Concord Benefit Enterprises PT. Hanson Industry Utama PT. Karwell Indonesia PT. Sarasa Nugraha	4
5.	Lumber & Wood Products	PT. Barito Pacifik Timber PT. Surya Dumai Industry	2
6.	Chemical & Allied Products	PT. Eterindo Wahanatama PT. Lautan Luas PT. Tri Polyta Indonesia	3
7.	Plastics & Glass Product	PT. Berlina, Co	1
8.	Metal & Allied Products	PT. Lion Metal Works PT. Lionmesh Prima	2
9.	Fabricated Metal Products	PT. Itamaraya Gold Industry PT. Kedaung Indah Can	2
10.	Cable	PT. Voksel Electric	1
11.	Automotive & Allied Products	PT. Branta Mulia PT. Nipress PT. Prima Alloy Steel	3
12.	Photographic Equipment	PT. Inter Delta PT. Perdana Bangun Pusaka	2
JUMLAH			24

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 1999-2001

4.2 Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Berdasarkan jumlah sampel perusahaan yang disebutkan sebelumnya, maka akan diketahui statistik deskriptif variabel yang berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan. Dalam hal ini meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata sampel (*mean*), serta tingkat penyimpangan penyebaran data (*standard deviation*). Tabel 4.2 akan memperlihatkan deskriptif statistik variabel dari sampel.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel

	N	Min	Max	Mean	St. Dev	Variance
INSID	72	0.0010	0.2550	0.077853	0.0617414	0.004
INST	72	0.0648	0.9500	0.610475	0.1640983	0.027
SHRS	72	0.0131	0.1791	0.074679	0.0334542	0.001
SIZE	72	10.2000	17.00	12.698193	1.54174993	2.377
DER	72	-14.0	17.80	1.9275	5.31185	28.216
Valid N	72					

Sumber : Data sekunder, diolah (lampiran, halaman 7)

Berdasarkan tabel 4.3, maka dapat diketahui nilai maksimum, nilai minimum, nilai rata-rata, standar deviasinya, serta nilai varian untuk masing-masing variabel sebagai berikut :

Deskripsi data untuk variabel INSIDER OWNERSHIP adalah nilai maksimum sebesar 0.2550 , nilai minimum adalah 0.0010 . Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.077853 , sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.0617414 , dengan nilai varian sebesar 0.004.

Deskripsi data untuk variabel INSTITUTIONAL INVESTOR adalah nilai maksimum sebesar 0.9500 , nilai minimum adalah 0.0648 . Adapun nilai

rata-rata (*mean*) adalah 0.610475 , sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.1640983 , dengan nilai varian sebesar 0.027.

Deskripsi data untuk variabel SHAREHOLDER DISPERSION adalah nilai maksimum sebesar 0.1791 , nilai minimum adalah 0.0131 . Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 0.07467 , sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 0.0334542 , dengan nilai varian sebesar 0.001.

Deskripsi data untuk variabel FIRM SIZE adalah nilai maksimum sebesar 17.00 , nilai minimum adalah 10.200 . Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 12.698193, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 1.54174993 , dengan nilai varian sebesar 2.377.

Deskripsi data untuk variabel DER adalah nilai maksimum sebesar 17.80 , nilai minimum adalah -14.0. Adapun nilai rata-rata (*mean*) adalah 1.9275, sedang nilai simpangan bakunya (*standard deviation*) variabel sebesar 5.31185, dengan nilai varian sebesar 28.216.

4.3 Proses dan Hasil Analisis

4.3.1 Pengujian Asumsi Klasik

Menurut Algifari (1997), suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *Best, Linearity, Unbiased, Estimated* (BLUE). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi yang disebut dengan asumsi klasik, sebagai berikut :

1. Mempunyai distribusi data yang normal
2. Non Multikolinearitas

Artinya, antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna.

3. Homoskedastisitas

Artinya, varian variabel independen adalah konstan (sama) untuk setiap nilai tertentu variabel independen.

4. Non- Autokorelasi

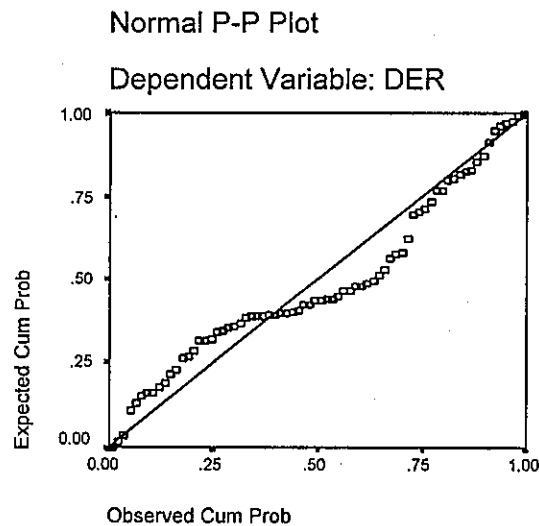
Artinya, tidak terdapat pengaruh dari variabel dalam model melalui tenggang waktu (*time lag*). Misalnya, nilai suatu variabel saat ini akan berpengaruh terhadap nilai variabel pada masa yang akan datang.

4.3.1.1 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel independen dan variabel dependennya keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah model dengan distribusi data normal atau mendekati normal. Uji normalitas data dalam penelitian ini terdiri dari analisis grafik dan uji Kolmogorov-Smirnov satu arah.

1. Analisis Grafik

Pada gambar berikut disajikan hasil analisis grafik normal plot



Gambar 4.1
Grafik Normal Plot

Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Tetapi jika data menyebar jauh dari garis diagonal atau grafik histogramnya tidak memenuhi pola distribusi normal, maka variabel regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Imam Ghozali, 2001).

Dari gambar dapat disimpulkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal serta menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

2. Kolmogorov – Smirnov Test

Uji Kolmogorov-Smirnov satu arah dilakukan untuk mengetahui apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik. Hair, *et.al* (1996) menyatakan bahwa uji Kolmogorov-Smirnov merupakan metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5 %, sehingga suatu data terdistribusi secara normal atau tidak secara statistik dengan melihat nilai signifikansinya. Bila nilai signifikansi dari variabel di atas 0.05 (yang berarti tidak signifikan) maka data terdistribusi secara normal. Tetapi bila nilai signifikansi dari variabel adalah di bawah 0.05 (yang berarti signifikan) maka data tidak terdistribusi secara normal.

Pada tabel berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov-Smirnov satu arah

Tabel 4.4
Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Satu Arah

Nama Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z Statistik	Signifikansi
INSID : Insider ownership	1.374	0.046
INST : Institutional investor	1.065	0.207
SHRS : Shareholder dispersion	0.760	0.610
SIZE : Firm size	0.719	0.679
DER : Debt to Equity Ratio	1.618	0.011

Sumber : Data sekunder, diolah (lampiran, halaman 7)

Dari tabel 4.4 apabila dilihat dari tingkat signifikansinya, yaitu $(\alpha) = 0.05$, maka hanya variabel INSID dan variabel DER yang datanya tidak terdistribusi secara normal. Namun demikian, suatu data masih normal apabila data tersebut berada diantara rata-rata hitung ± 3 . Standard Deviasinya $(\bar{x} \pm 3. SD)$, karena dengan kisaran tersebut maka suatu distribusi adalah simetrik dan berbentuk lonceng (Lind, Mason, dan Marchal, 2000)

Kisaran untuk variabel INSID adalah antara -0.10737 sampai dengan 0.263 . Dari statistik deskriptif diperoleh bahwa nilai minimum variabel INSID sebesar 0.0010 dan nilai maksimumnya sebesar 0.2550 . Sedangkan kisaran untuk variabel DER adalah antara -14.008 sampai dengan 17.863 . Dari statistik deskriptif diperoleh nilai minimum variabel DER sebesar -14.00 dan nilai maksimumnya sebesar 17.80 , sehingga dapat dikatakan bahwa data untuk variabel INSID dan variabel DER masih terdistribusi secara normal.

4.3.1.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinearitas, maka dapat mengakibatkan hal-hal sebagai berikut : (Arief, 1993)

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dipercaya
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinearitas.

Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinearitas ini dapat dilihat pada *Tolerance Value* atau *Variance Inflation Factors* (VIF). Batas *Tolerance Value* adalah 0.10 dan *Variance Inflation Factors* (VIF) adalah 10 (Hair, *et.al*, 1995). Jika nilai *Tolerance Value* di bawah 0.10 atau nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di atas 10, maka terjadi multikolinearitas.

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF
INSID : Insider ownership	0.802	1.247
INST : Institutional investor	0.924	1.082
SHRS : Shareholder dispersion	0.798	1.253
SIZE : Firm size	0.922	1.084

Sumber : Data sekunder, diolah (lampiran, halaman 8)

Dari tabel 4.5 dapat dilihat bahwa nilai *Tolerance Value* semua variabel berada di atas 0.10 dan nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) di bawah 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas dalam persamaan regresi berganda.

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut, dilakukan analisis korelasi untuk menggambarkan hubungan antar variabel bebas. Untuk mengetahui adanya kolinearitas, terutama dalam model regresi linier berganda dapat dilakukan dengan melihat koefisien korelasi antara variabel yang satu dengan yang lain.

Menurut Gujarati (1995) apabila koefisien korelasi berada di atas 0.80 berarti terjadi gejala multikolinieritas.

Pada tabel 4.6 berikut akan ditampilkan korelasi antar masing-masing variabel bebas.

Tabel 4.6
Koefisien Korelasi Masing-masing Variabel Bebas

	SIZE	SHRS	INST	INSID
SIZE	1.000	0.126	-0.204	0.194
SHRS	0.126	1.000	-0.186	0.413
INST	-0.204	-0.186	1.000	-0.024
INSID	0.194	0.413	-0.024	1.000

Sumber : Data sekunder, diolah (lampiran, halaman 9)

Dari tabel 4.6 tampak bahwa korelasi antara variabel-variabel bebas menunjukkan tidak adanya korelasi yang mempunyai nilai yang lebih besar dari 0.80, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada variabel-variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

4.3.1.3 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. (Imam Ghazali, 2001)

Dari gambar 4.2 dapat dilihat bahwa tidak ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) selain itu tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu y, maka disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Metode Glejser

Uji Glejser dilakukan dengan meregresikan residual persamaan regresi dengan nilai variabel dependennya. Menurut Gunawan Sumodiningrat (1996), metode ini lebih tepat digunakan untuk data yang bersifat *cross-section*. Pada uji Glejser ini apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas. Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai signifikan t lebih kecil dari taraf signifikansinya (nilai sign. $t < 0.05$).

Adapun bentuk persamaan regresi residual dalam uji Glejser dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$\text{ABSUT} = -5.046 + 5.124 \cdot \text{INSID} + 1.948 \cdot \text{INST} - 12.707 \cdot \text{SHRS} + 0.588 \cdot \text{SIZE}$$

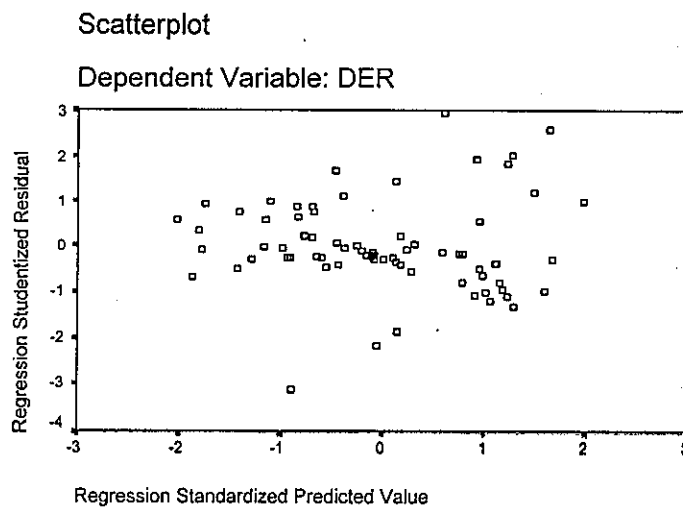
Sig	(0.118)	(0.393)	(0.354)	(0.253)	(0.103)
-----	---------	---------	---------	---------	---------

Dari uji Glejser yang dilakukan diketahui bahwa nilai probabilitas tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi. (lampiran, halaman 6)

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik dan uji Glejser (hal ini dilakukan karena data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *time series cross section*).

1. Analisis Grafik

Pedoman bahwa suatu model regresi terdapat heteroskedastisitas dengan menggunakan analisis grafik adalah jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu y maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Imam Ghozali, 2001)



Gambar 4.2
Grafik Scatterplot

4.3.1.4 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtut waktu (*time series*). Pada penelitian ini digunakan *Durbin-Watson Statistic Test* untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi tersebut. Setelah dilakukan analisis data, diperoleh nilai Durbin-Watson (DW) sebesar 1.769. Nilai ini dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan derajat kepercayaan 5 %, jumlah sampel 72 dan jumlah variabel bebas, maka di tabel Durbin Watson akan didapatkan nilai $d_u = 1.66$, $d_L = 1.42$. Bila nilai DW terletak antara batas atas (d_u) dan ($4-d_u$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol, berarti tidak ada autokorelasi. Oleh karena nilai DW 1.769 terletak antara d_u dan ($4-d_u$), maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

4.3.2 Pengujian Hipotesis

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, independen autokorelasi dan independen heteroskedastisitas, sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Dalam melakukan pengujian hipotesis ke-1 sampai dengan hipotesis ke-4 digunakan pengujian statistik secara parsial, yaitu uji t , dengan tujuan untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara individual. Sedangkan untuk pengujian hipotesis ke-5 digunakan pengujian statistik secara simultan yaitu uji F , untuk melihat signifikansi tiap koefisien

regresi variabel independen secara bersama-sama/ simultan. Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang dilakukan adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel Independen	Koef. Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstan	-22.418	-4.478	0.000
INSID	38.821	4.141	0.000
INST	-11.061	3.366	0.001
SHRS	18.663	1.076	0.286
SIZE	1.038	2.964	0.004

Var. Dependen : DER

* signifikan pada tk. Kepercayaan 5 %

F = 9.498 ; nilai signifikan = 0.000

R² = 36.2 % ; Adj. R² = 32.44 %

t_{tabel} = 1.996

Sumber : Data sekunder, diolah (lampiran, halaman 8)

Dari tabel 4.7 tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$\text{DER} = -22.418 + 38.821 \cdot \text{INSID} - 11.061 \cdot \text{INST} + 18.663 \cdot \text{SHRS} + 1.038 \cdot \text{SIZE}$$

t_{-test} (-4.478) (4.141) (3.366) (1.076) (2.964)

Sig (0.000) (0.000) (0.001) (0.286) (0.004)

Dari tabel 4.7 dapat dilihat bahwa secara parsial hanya variabel independen SHRS yang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen DER. Hal ini dapat dilihat dari nilai signifikansi variabel SHRS yang lebih besar dari taraf signifikan yang telah ditetapkan yaitu sebesar 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai t_{hitung} variabel SHRS lebih kecil dari t_{tabel} sebesar 1.996.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah sebesar 32.44%, sementara 67.56 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

4.3.2.1 Pengujian hipotesis ke-1

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INSID (*Insider ownership*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INSID (*Insider ownership*) sebesar 0.000 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 % . Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel INSID sebesar 4.141 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1.996. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *Insider ownership* (INSID) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan , diterima. Koefisien regresi Variabel INSID (*Insider ownership*) bertanda positif dan besarnya 38.821. Ini mengandung makna bahwa setiap kenaikan satu satuan pada INSID akan menyebabkan rasio hutang naik sebesar 38.821 satuan dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik ini sesuai dengan teori yang digunakan oleh Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992)

4.3.2.2 Pengujian hipotesis ke-2

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel INST (*Institutional investor*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel INST (*Institutional investor*) sebesar 0.001 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 % . Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel INST sebesar 3.366 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1.996. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *Institutional investor* (INST) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan, diterima. Koefisien regresi variabel INST (*Institutional investor*) bertanda negatif dan besarnya -11.061. Ini mengandung makna bahwa setiap kenaikan satu satuan pada INST akan menyebabkan rasio hutang turun sebesar 11.061 satuan dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik ini sesuai dengan teori yang digunakan oleh Moh'd, *et.al* (1998) dan Bathala (1994)

4.3.2.3 Pengujian hipotesis ke-3

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel SHRS (*Shareholder dispersion*) menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel SHRS (*Shareholder dispersion*) sebesar 0.286 yang berarti tidak signifikan pada tingkat kepercayaan 5 % . Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung}

variabel SHRS sebesar 1.076 yang lebih kecil dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1.996. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa *Shareholder dispersion* (SHRS) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan, ditolak. Koefisien regresi variabel SHRS (*Shareholder dispersion*) bertanda positif dan besarnya 18.663. Ini mengandung makna bahwa setiap kenaikan satu satuan pada SHRS akan menyebabkan rasio hutang naik sebesar 18.663 satuan dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik ini sesuai dengan teori yang digunakan oleh Jensen & Meckling (1976)

4.3.2.4 Pengujian hipotesis ke-4

Dari tabel 4.6 dapat dilihat bahwa hasil pengujian statistik (uji t) terhadap variabel SIZE (*Firm size*) menunjukkan hasil yang signifikan pada derajat signifikansi (α) = 0.05. Hal ini dapat dilihat pada hasil analisis regresi berganda yang menyatakan bahwa nilai signifikansi variabel SIZE (*Firm size*) sebesar 0.004 yang berarti signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Selain itu juga dapat dilihat dari nilai absolut t_{hitung} variabel SIZE sebesar 2.964 yang lebih besar dari nilai t_{tabel} yaitu sebesar 1.996. Oleh karena itu hipotesis yang menyatakan bahwa SIZE (*Firm Size*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan, diterima. Koefisien regresi variabel SIZE (*Firm size*) bertanda positif dan besarnya 1.038. Ini mengandung makna bahwa setiap kenaikan satu satuan pada SIZE akan menyebabkan rasio hutang naik sebesar 1.038 satuan dan sebaliknya. Hasil pengujian statistik ini sesuai dengan teori yang digunakan oleh Moh'd, *et.al* (1998) dan Homaifar, *et.al* (1994)

4.3.2.5 Pengujian hipotesis ke-5

Adapun hasil dari pengujian statistik yaitu uji F yang dilakukan adalah nilai F_{hitung} sebesar 9.498 dan nilai signifikansi sebesar 0.001. Hal ini berarti bahwa persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah signifikan, artinya variabel-variabel independen merupakan faktor penjelas yang nyata bagi variasi dalam variabel dependen karena nilai F_{hitung} sebesar 9.498 lebih besar dari F_{tabel} sebesar 1.53 dan nilai signifikansi sebesar 0.000 yang signifikan pada tingkat kepercayaan 5 %. Pengujian statistik (uji F) ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa *insider ownership*, *institutional investor*, *shareholder dispersion*, dan *firm size* secara bersama-sama / simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan diterima. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

5.1.1 Kesimpulan Hipotesis

Hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi berganda dengan variabel dependen DER dan 4 variabel independen, yaitu *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional investor*, dan *firm size* menunjukkan bahwa :

- a. *Insider ownership* berpengaruh positif terhadap rasio hutang dengan tingkat signifikansi 0.001. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya akan tetapi konsisten dengan Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992), yang menyatakan bahwa prosentase saham yang dimiliki oleh *insider* berpengaruh positif terhadap rasio hutang. Tidak sesuai dengan hasil penelitian ini dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya menunjukkan bahwa meningkatnya kepemilikan manajer di dalam perusahaan, akan menjadikan hutang menjadi semakin menarik karena hutang akan meningkatkan harga saham, dengan demikian akan meningkatkan nilai pemegang saham.

- b. *Institutional investor* berpengaruh negatif terhadap rasio hutang dengan tingkat signifikansi 0.001. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya dan konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd, *et.al* (1998) dan Bathala (1994). Penemuan ini juga menunjukkan bahwa para investor eksternal pada industri manufaktur di BEJ sadar bahwa kehadiran mereka dapat memonitor perilaku para manajer perusahaan secara efektif sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya *monitoring* yang efektif oleh *institutional investor* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh *institutional investor*, dengan demikian dapat mengurangi *agency cost of debt*.
- c. *Shareholder dispersion* berpengaruh negatif terhadap rasio hutang dengan tingkat signifikansi 0.286 Tidak signifikannya hasil penelitian ini lebih disebabkan karena jumlah pemegang saham di BEJ terkonsentrasi pada beberapa kelompok pemegang saham (tidak menyebar). Dalam hal ini kelompok mayoritas adalah institusi dengan kepemilikan 61.04 %, kepemilikan oleh *insider* sebesar 7.785 %, sisanya terkonsentrasi dalam kelompok publik dan kelompok *others* yang kepemilikannya relatif rendah.

Hasil penemuan ini menunjukkan bahwa penyebaran para pemegang saham pada industri manufaktur di BEJ tidak cukup signifikan untuk mempengaruhi rasio hutang perusahaan.

- d. *Firm size* berpengaruh positif terhadap rasio hutang dengan tingkat signifikansi 0.004.. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan sebelumnya dan konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Homaifar, *et. al* (1994) dan Moh'd, *et. al* (1998) yang menyatakan bahwa perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal ini disebabkan karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana. Para investor / pemilik saham perusahaan manufaktur di Indonesia ternyata cenderung memperhatikan ukuran perusahaan. Hal ini sehubungan dengan masalah resiko yang dipandang para investor semakin tinggi bilamana ukuran perusahaan semakin kecil. Para investor akan semakin aman memiliki saham perusahaan besar. Hal ini menunjukkan karakteristik para investor di Indonesia yang kurang menyukai atau menghindari resiko.
- e. *Insider ownership, institutional investor, shareholder dispersion, dan firm size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap rasio hutang dengan tingkat signifikansi 0.00. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan. Dengan kata lain, semua

variabel yang mencerminkan struktur kepemilikan pada industri manufaktur yang go publik di BEJ dapat dipakai sebagai instrumen penentu kebijakan hutang untuk meminimumkan total biaya keagenan.

5.1.2 Kesimpulan Penelitian

Kesimpulan penelitian yang dapat diambil dari penelitian ini adalah variabel *insider ownership*, *institutional investor* dan *firm size* berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang perusahaan, sedangkan variabel *shareholder dispersion* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio hutang. Variabel yang mempunyai pengaruh paling besar terhadap rasio hutang perusahaan adalah variabel *insider ownership* dengan tingkat signifikansi 0.000 dan dengan koefisien regresi sebesar 38.821

5.2 Implikasi Kebijakan

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *insider ownership*, *institutional investor*, dan *firm size* secara signifikan berpengaruh terhadap rasio hutang perusahaan manufaktur, sehingga variabel-variabel tersebut dapat dinyatakan sebagai variabel stratejik yang memungkinkan untuk dikendalikan serta dapat dijadikan bahan pertimbangan kebijakan manajemen perusahaan dalam mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaannya melalui penggunaan hutang yang bijaksana dalam kaitannya dengan minimalisasi biaya keagenan sehingga tercapai optimalisasi struktur modal.

2. Dari hasil penelitian diperoleh bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh terhadap rasio hutang perusahaan, namun karena pengaruh variabel tersebut positif terhadap kebijakan hutang, yang artinya semakin besar prosentase *insider ownership* dalam perusahaan, semakin besar pula rasio hutang perusahaan, maka variabel ini tidak dapat dijadikan salah satu pendekatan untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan alternatif lainnya yaitu dengan meningkatkan *monitoring agent* melalui *institutional investor*.
3. Dari hasil penelitian diperoleh bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan, yang berarti semakin besar prosentase kepemilikan saham oleh *institutional investor*, maka semakin rendah rasio hutang perusahaan. Oleh karena itu perusahaan perlu mempertimbangkan bahwa kehadiran investor-investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan sangat penting karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.
4. Dari hasil penelitian diperoleh bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang perusahaan. Ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan semakin tinggi rasio hutang perusahaan. Bagi perusahaan-perusahaan besar yang cenderung menggunakan hutang yang besar perlu mempertimbangkan bahwa

penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan namun hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut tercapai, maka penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan *financial distress* dan *agency cost*.

5.3 Keterbatasan Penelitian

1. Jumlah sampel yang diperoleh dari hasil penelitian ini lebih sedikit dibandingkan dengan penelitian sebelumnya disebabkan karena terbatasnya jumlah perusahaan yang memiliki variabel *insider ownership* dan *institutional investor* sekaligus pada perusahaan yang sama
2. Kepemilikan saham oleh *insider* juga masih diperdebatkan, mengingat informasi yang tersedia khususnya tentang kepemilikan *insider* sangat terbatas. Sebagai contoh, ada kemungkinan seorang *insider* memiliki mayoritas saham pada perusahaan tertentu, misal perusahaan A, kemudian perusahaan A memiliki saham di perusahaan lain. Dalam hal ini pertimbangan hanya dilakukan terhadap kepemilikan saham oleh *insider* yang dihitung berdasarkan prosentase kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris sebagaimana dicantumkan dalam *Indonesian Capital Market Directory*

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

1. Pengembangan berikutnya adalah dengan cara membandingkan periode pengamatan antara periode sebelum krisis moneter dan periode selama terjadi krisis moneter. Tujuannya adalah untuk mencari bukti bagaimanakah pengaruh struktur kepemilikan sebelum dan selama krisis moneter. Apakah peranan hutang sebagai *monitoring agents* dapat digantikan oleh variabel *insider ownership* dan variabel *institutional investor*.
2. Nilai Adjusted R^2 persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah sebesar 32.4 %, yang menunjukkan bahwa kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel dependen adalah sebesar 32.44%, sementara 67.56 % dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini, sehingga untuk pengembangan berikutnya adalah menambahkan variabel-variabel lain yang diduga mempunyai pengaruh terhadap rasio hutang perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, *et.al.* (1994), "Management Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings : an Agency Perspective", **Financial Management** 23, pp. 38-50
- Byrd, *et.al.* (1998), "Stockholder-Manager Conflict and Firm Value", **Financial Analysis Journal**
- Chaganti, R dan F. Damanpour. (1991), "Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance", **Strategic Management Journal** 7, pp. 479-491
- Crutchley, C.E., dan R.S. Hansen. (1989), "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate leverage, and Corporate Dividends", **Financial Management**, pp. 36-46
- Eishenhardt, K.M. (1989), "Agency Theory : An Assesment and Review", **Financial Management Review**, 14 (1), pp.57-74
- Friend, I.dan J. Hasbrouk. (1998), "Determinant of Capital Structure", **Research in Finance** 7, pp. 1-19
- Friend, I dan L. Lang. (1988), "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure", **Journal of Finance** 43, pp. 271-281
- Grief, P. Dan E. Zychowicz. (1994), " Institutional Investor, Corporate Discipline and The Role of Debt", **Journal of Economics and Business**
- Homaifar, G., J.Zietz., dan O. Benkato. (1994), "An Empirical Model of Capital Structure : Some New Evidence", **Journal of Business Finance and Accounting** 21, pp.1-14

Syukriy Abdullah. (2001), " Hubungan antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen, **Jurnal Manajemen dan Bisnis**, Vol. 3, No. 2

Titman, S., dan R. Wessel (1988), " The Determinant of Capital Structure Choice", **Journal of Finance** 43, pp. 1-19

Weston, J. Fred dan Brigham. (1994), "Dasar-dasar Manajemen Keuangan", jilid 2, Alih bahasa : Alfonsus Sirait, Penerbit Erlangga, Jakarta

Zikmund, W.G. (1994), "Business Research Method" Fourth Edution, The Dryden Press

Imam Ghozali. (2001), "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro

Jensen, G., D. Solberg., dan T. Zorn. (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 27, pp.247-263

Jensen dan Meckling (1976), "Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, No.4

Johnson, Shane, A. (1997), " The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure", **Financial Management**, Vol. 26, No.4

Lukas Setia Atmaja. (2001), " Manajemen Keuangan ", penerbit ANDI Yogyakarta

Mehran, H. (1992), "Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure", **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 27, pp.539-560

Moh'd, et.al (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : A Time-Series Cross-Sectional Analysis", **Financial Review**, Vol.33, pp. 85-89

Oktavianus Pasoloran Dan Firdaus Abdul Rahman. (2001), "Teori Stewardship : Tinjauan Konsep dan Implikasinya pada Akuntabilitas Organisasi Sektor Publik", **Jurnal Bisnis dan Akuntansi**, Vol. 3, No.2

Putterman, L. (1993), "Ownership and The Nature of The Firm", **Journal of Comparative Economics**, Vol. 17 , No. 2

Shleifer, A. Dan R. Vishny. (1986), "Large Shareholder and Corporate Control", **Journal of Political Economics**, Vol. 95