

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
(Studi Empiris Pada Perusahaan di BEJ)**



**SKRIPSI**

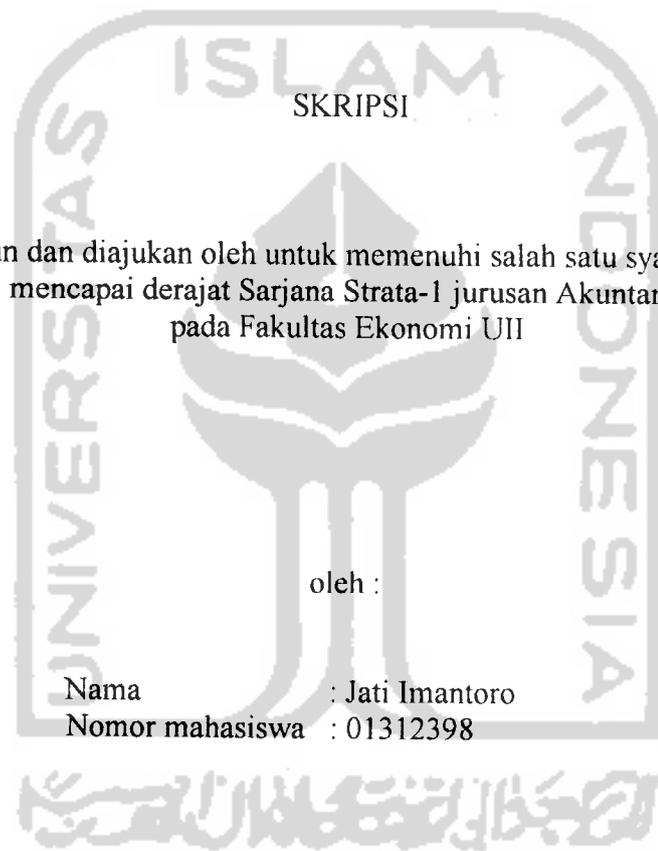
**Diajukan oleh**

**Nama : Jati Imantoro**  
**Nomor Mahasiswa : 01312398**  
**Jurusan : Akuntansi**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGRAKARTA**

**Juli, 2006**

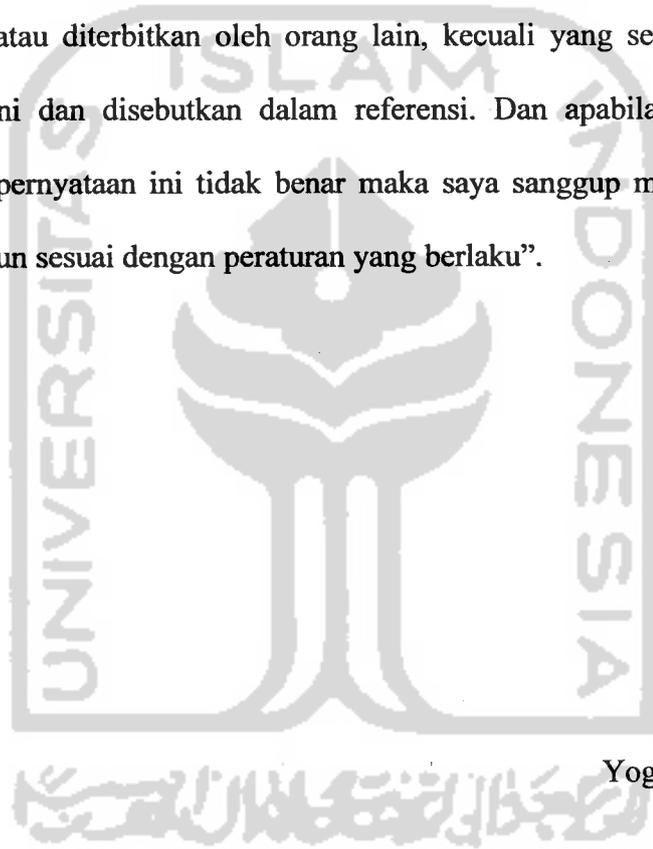
**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
(Studi Empiris Pada Perusahaan di BEJ)**



**FAKULTAS EKONOMI**  
**UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**  
2006

## **PERNYATAAN BEBAS PLAGIATISME**

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah ditunjukkan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah di tulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman atau sangsi apapun sesuai dengan peraturan yang berlaku”.



Yogyakarta, Juli 2006

Penyusun,

(Jati Imantoro)

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN  
HUTANG(Studi Empiris Pada Perusahaan Di BEJ)**

Hasil Penelitian



Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing  
Pada tanggal .....  
Dosen Pembimbing

(Erma Hidayah, Dra., M.Si., Ak.)

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

**Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi  
Empiris Pada Perusahaan Di BEJ)**

Disusun Oleh: JATI IMANTORO  
Nomor mahasiswa: 01312398

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 18 September 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Erna Hidayah, M.Si, Ak

Penguji : Drs. Yunan Najamudin, MBA



Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia

Drs. Smtai Ishak, M.Bus, Ph.D

## INTISARI

### PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG (Studi Empiris Pada Perusahaan di BEJ)

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh bentuk struktur kepemilikan yang terdiri dari Insider Ownership, Institutional Investor, dan Shareholder Dispersion terhadap kebijakan hutang perusahaan-perusahaan di Indonesia

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 90 perusahaan yang terdaftar di BEJ untuk periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2005. Pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu dengan mendasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Data yang diperoleh dianalisis dengan menggunakan metode regresi berganda untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian ini ditemukan bukti secara empiris tidak seluruh bentuk struktur kepemilikan saham yaitu *Insider Ownership*, *Institutional Investor* dan *Shareholder dispersion* mempengaruhi terhadap kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kemungkinan dikarenakan penelitian ini hanya mempertimbangkan faktor prosentase kepemilikan saham saja, seharusnya juga mempertimbangkan faktor diri manajer sebagai pihak pengambil segala keputusan. Seperti; seberapa besar manajer mau untuk bertanggung jawab terhadap resiko atas keputusan yang ia ambil (*risk beating*), loyalitas manajer terhadap perusahaan.

## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb.

Segala puji bagi Allah. Shalawat dan salam semoga dilimpahkan kepada Rosulullah Saw, keluarganya, para sahabatnya, serta para pengikutnya yang setia mengikuti sunahnya hingga akhir zaman.

Alhamdulillah, walaupun dengan berbagai kendala yang dihadapi, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Tujuan dari pembuatan skripsi ini adalah untuk memenuhi persyaratan lulus Program Strata 1 Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia dan untuk melatih diri agar peka terhadap perkembangan ilmu terkhususnya ilmu ekonomi.

Penulis sadar bahwa skripsi ini tidak dapat tersusun dengan tanpa bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Ibu Erna Hidayah Dra., M.Si., AK. selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan banyak masukan dan arahan untuk menyusun skripsi ini.
2. Bapak dan Ibuku tercinta atas dukungannya dan doanya.
3. Adik-adikku yang selalu mendorong dan mendukung tiap langkahku.
4. Teman-teman mahasiswa Fakultas Ekonomi jurusan Akuntansi kelas E angkatan 2001, atas kerjasamanya dan bantuannya.
5. Teman-teman kos "Retcho Kethek Karangbendo" baik yang terdahulu dan yang sekarang atas kerjasamanya dan bantuannya.

## DAFTAR ISI

LEMBAR JUDUL.....	i
PERNYATAAN BEBAS PLAGIATISME.....	iii
LEMBAR PENGESAHAN.....	iv
BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI.....	v
MOTTO.....	vii
INTISARI.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang Permasalahan.....	2
1.2. Perumusan Permasalahan.....	5
1.3. Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian.....	5
1.4. Batasan Masalah.....	6
1.5. Sistematika Penulisan.....	7
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	8
2.1. Teori Agensi.....	8
2.2. Alternatif Untuk Mengurangi Konflik Kepentingan dan <i>Agency Cost</i> .....	11
2.2.1. Mekanisme Dengan Monitoring.....	12

2.2.2. Mekanisme Kontrol Dengan Peningkatan Kepemilik Manajer.....	15
2.2.3 Mekanisme Kontrol Dengan Bonding.....	16
2.3. Peranan <i>Insider Ownership</i> Dalam Mengurangi Konflik.....	18
2.4. Peranan Institutional Investors Dalam Mengurangi Konflik.....	20
2.5. Penelitian Sebelumnya.....	22
2.6. Perumusan Hipotesis.....	24
BAB III METODE PENELITIAN.....	28
3.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	28
3.2. Jenis dan Sumber Data.....	29
3.3. Definisi Oprasional dan Pengukuran Variabel.....	29
3.3.1. Variabel Dependenden.....	29
3.3.2. Variabel Independen.....	30
a) <i>Insiders Ownership</i> .....	30
b) <i>Institutional Investors</i> .....	31
c) <i>Shareholder Dispersion</i> .....	31
3.4. Rumusan Model Penelitian.....	32
3.5. Teknik Analisis.....	33
3.6. Pengujian Asumsi Klasik.....	33
3.6.1. Uji Normalitas.....	33
3.6.2. Uji Multikolinieritas.....	34
3.6.3. Uji Autokorelasi.....	35

3.6.4. Uji Heteroskedastisitas.....	35
3.7. Uji t.....	36
3.8. Uji F.....	38
<b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>	<b>40</b>
4.1. Statistik Deskriptif.....	41
4.2. Pengujian Normalitas.....	45
4.3. Pengujian Asumsi Klasik.....	46
4.3.1. Uji Multikolinieritas.....	46
4.3.2. Uji Autokorelasi.....	48
4.3.3. Uji Heteroskedastisitas.....	49
4.4. Hasil Analisis Regresi.....	50
4.5. Uji Hipotesis Secara Parsial (uji t).....	52
4.5.1. Pengujian Hipotesis 1.....	52
4.5.2. Pengujian Hipotesis 2.....	52
4.5.3. Pengujian Hipotesis 3.....	53
4.6. Uji Hipotesis untuk regresi serentak (uji F).....	53
4.7. Pembahasan.....	54
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>59</b>
5.1. Kesimpulan.....	59
5.2. Keterbatasan Penelitian.....	60
5.3. Saran.....	60

5.4. Implikasi Penelitian..... 61

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

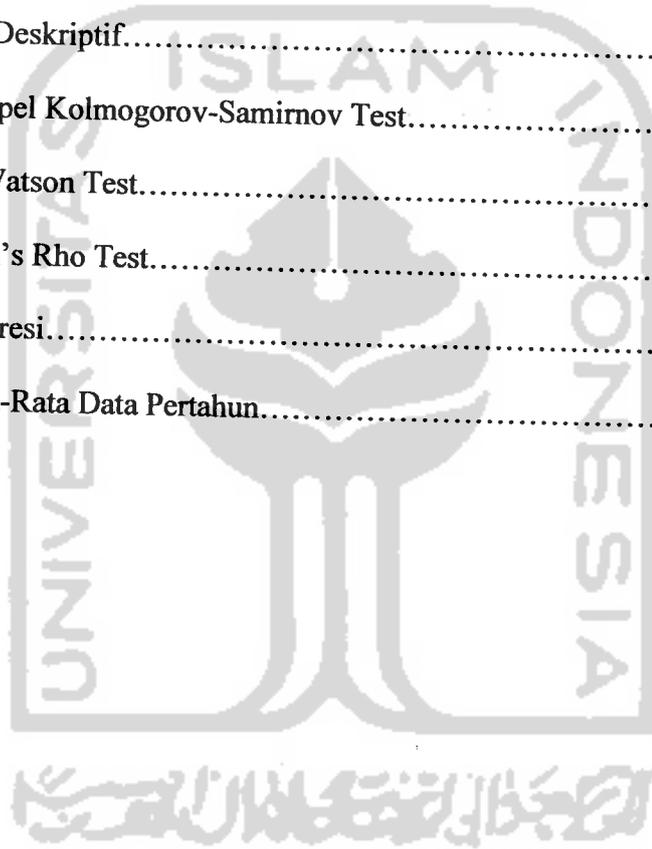


## DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
1. Tabel Pemilihan Sampel.....	29
2. Stasistik Deskriptif .....	41
3. Nilai Rata-Rata Tiap Data Pertahun.....	42
4. Perhitungan Standar Deviasi Pemegang Saham.....	45
5. One-Sampel Kolmogorov-Smirnov Test.....	46
6. Correlations.....	47
7. Coefficients.....	48
8. Hasil Uji Durbi-Watson.....	49
9. Hasil Pengujian Spearman's Rho.....	50
10. Hasil Uji t.....	52
11. Hasil Uji F.....	54

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal
1. Data Sampel Belum diolah.....	64
2. Data Sampel Setelah Diolah.....	67
3. Statistik Deskriptif.....	70
4. One-Sampel Kolmogorov-Samirnov Test.....	70
5. Durbin-Watson Test.....	71
6. Spearman's Rho Test.....	71
7. Hasil Regresi.....	72
8. Nilai Rata-Rata Data Pertahun.....	76



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar belakang Permasalahan**

Dalam situasi perekonomian global saat ini, perusahaan melakukan kegiatan ekonomi tanpa mengenal batas negara, sehingga harus dihadapkan pada persaingan yang begitu ketat antar perusahaan. Menghadapi kondisi yang demikian setiap perusahaan dituntut untuk mampu membaca dan melihat situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemen baik bidang pemasaran, produksi, sumberdaya manusia dan keuangan dengan baik agar perusahaan dapat lebih unggul dalam persaingan yang dihadapi.

Agar dapat memasuki ke dalam pasar yang mempunyai persaingan yang ketat tersebut, sebuah perusahaan dalam menjalankan kegiatannya harus diupayakan seoptimal mungkin, sehingga dengan menggunakan biaya tertentu dimungkinkan mendapat keuntungan yang optimal. Dengan keuntungan yang optimal dan dengan biaya tertentu suatu perusahaan dapat mempertahankan kelangsungan hidupnya dan juga dapat melakukan pengembangan guna memperluas hasil produksi.

Dalam pelaksanaan pengembangan, maka perusahaan tidak terlepas dengan masalah pendanaan atau modal. Usaha-usaha pengadaan dana atau modal perusahaan memiliki dua alternatif sumber pendanaan dana. alternatif pertama, yaitu pengadaan dana yang berasal dari dalam perusahaan dapat berupa laba, laba ditahan, cadangan dan penyusutan aktiva tetap. Sedangkan alternatif kedua adalah pengadaan dana yang

berasal dari luar perusahaan yaitu dapat dilakukan dengan menerbitkan hutang dan menerbitkan saham.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan tercermin dari harga saham yang stabil dan dalam jangka panjang mengalami kenaikan yang signifikan, dan ini merupakan tugas dan tanggung jawab manajer yang diberikan kepercayaan oleh pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan kegiatan perusahaannya. Manajer yang diberikan kepercayaan oleh pemegang saham disebut sebagai agen. Di sinilah hubungan agensi dalam sebuah perusahaan terjadi.

Menurut teori agensi yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), manajer yang diberikan kepercayaan untuk mengelola perusahaan dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, perlu ada mekanisme agar manajer mau bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satu mekanisme yang diusulkan oleh Jensen dan Meckling (1976) adalah dengan menambah porsi hutang.

Menambah hutang dapat mengurangi masalah agensi karena dua alasan. Pertama, dengan meningkatkan hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil masalah agensi yang timbul antara manajer dan pemegang saham. Kedua, dengan semakin besarnya hutang perusahaan maka semakin kecil dana “menganggur” yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk

membayar bunga dari hutang tersebut dan juga untuk mengangsur pokok pinjaman. Mekanisme untuk mengurangi *free cash flows* ini oleh Jensen (1986) dikelompokkan dalam mekanisme *bonding*, suatu mekanisme yang dipakai oleh manajer untuk membuktikan bahwa mereka tidak menghamburkan dana perusahaan dan mereka berani mengambil resiko kehilangan pekerjaan jika tidak bisa mengelola perusahaan dengan serius.

Jika meningkatnya hutang akan mengurangi masalah agensi antara manajer dan pemegang saham mengapa perusahaan tidak sekalian menggunakan hutang yang sebesar-besarnya (meskipun tidak 100 %). Jawabanya adalah karena ada masalah agensi pada hutang. Konflik agensi pada hutang terjadi antara pemberi hutang (*bondholder*) dengan manajer/pemegang saham. Ketika proporsi hutang dalam struktur modal perusahaan meningkat maka resiko financial yang ditanggung *bondholder* meningkat sementara pemegang saham dan manajer tetap menjadi pengendali keputusan investasi dan operasi perusahaan. Kondisi ini membuka peluang bagi manajer untuk memanfaatkan kekayaan *bondholder* untuk kepentingan mereka dan pemegang saham. Untuk meminimumkan konflik kepentingan antara pihak-pihak yang terkait, maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan pihak-pihak yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Menurut studi Jensen dan Meckling (1976), untuk mengatasi masalah agensi dan mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan berbagai cara. Pertama, pendekatan dengan cara meningkatkan *insider ownership* dalam rangka *monitoring*.

Menurut pendekatan ini *agency problem* dapat dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Kedua, alat mekanisme pemantauan untuk mengurangi masalah keagenan yang juga penting adalah kepemilikan *institutional*. Dengan demikian secara tidak langsung kedua mekanisme tersebut akan membatasi manajemen dalam penggunaan hutang untuk kegiatan “konsumtif” yang kurang perlu dilakukan. Sehingga, secara otomatis akan mempengaruhi kebijakan hutang yang dilakukan oleh perusahaan.

Hal senada juga diungkapkan Moh'd (1988) dalam Wuryaningsih (2002), bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost*, yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu, *institutional investor* dan *shareholder dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency problem*. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen (*management ownership*) akan mensejajarkan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dari luar, sehingga manajer akan mengurangi tingkat hutang secara optimal seiring dengan semakin meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan.

Peneitian yang meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan modal perusahaan terhadap kebijakan hutang telah banyak dilakukan, baik itu dilakukan di luar negeri maupun di Indonesia. Akan tetapi, banyak dari penelitian tersebut menghasilkan hasil dan kesimpulan yang berbeda satu dengan yang lainnya.

Berdasarkan permasalahan di atas kami mencoba untuk melakukan penelitian sejenis dengan judul **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG (Studi Empiris Pada Perusahaan di BEJ)**. Penelitian ini lebih mereplikasi penelitian yang dilakukan oleh Wuryaningsih (2004). Perbedaan dari penelitian tersebut bahwa sampel yang digunakan tidak terbatas pada perusahaan dari industri manufaktur saja, tetapi perusahaan dari industri yang lain terkecuali perusahaan dari industri keuangan dan perbankan, selain itu data yang digunakan, dan juga tahun penelitian.

### **1.2 Perumusan Masalah**

Berdasar dari latar belakang yang telah diuraikan di atas maka peneliti merumuskan masalah yang akan diteliti adalah: “Apakah *insider ownership*, *institutional investor*, dan *shareholder dispersion* mempunyai pengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang perusahaan?”

### **1.3 Tujuan Penelitian dan Manfaat Penelitian**

Penelitian yang dilakukan ini memiliki tujuan sebagai berikut :

1. Untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh *insider ownership*, *institutional investor*, dan *shareholder dispersion* terhadap kebijakan hutang perusahaan.
2. Untuk mengkaji ulang terhadap hasil penelitian-penelitian sebelumnya, apakah hasil dari penelitian-penelitian tersebut konsisten.

Manfaat dari penelitian ini sebagai berikut :

1. Bagi Investor, diharapkan dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam melakukan investas, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui prilaku manajemen dalam perusahaan.
2. Bagi perusahaan, dari hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat berupa bantuan dalam pembuatan keputusan dalam masalah pendanaan dan faktor-faktor yang mempengaruhi pendanaan.
3. Bagi akademisi dapat memberikan sumbangan pengetahuan dan menambah referensi.

#### **1.4 Batasan Masalah**

Agar penelitian ini lebih terarah, maka perlu adanya batasan masalah meliputi:

1. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangannya dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* antara tahun 2001-2005.
2. Variabel Insider Ownership adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris.
3. Variabel Institutional Investor adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi seperti bank, perusahaan reksadana, perusahaan asuransi, perusahaan keuangan, dan perusahaan-perusahaan yang lain.

#### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan dalam penelitian ini disusun sebagai berikut:

#### **BAB I : Pendahuluan**

Membahas latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, batasan penelitian, dan sistematika penulisan.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Teori Agensi

Secara tradisional, maksimalisasi laba atau nilai perusahaan diasumsikan sebagai tujuan bagi semua pihak yang terlibat dalam perusahaan. Upaya maksimalisasi tersebut hanya terkendala oleh teknologi produksi yang digunakan untuk mentransformasikan input menjadi output. Hal-hal yang terkait dalam pengelolaan proses transformasi sering kali tidak diperhatikan. Dalam analisis ekonomi tradisional tersebut, perusahaan dianggap sebagai “*black box*” (tidak memiliki peran) dalam transformasi input menjadi output. Jarang ditemukan pernyataan seperti mengapa perusahaan memilih bentuk badan hukum perseorangan, persekutuan, perseorangan, dan koperasi? Mengapa beberapa manajer diberi kompensasi dengan gaji sedangkan yang lain dengan *stock option* atau bonus? Mengapa ada perusahaan yang porsi modal yang berasal dari hutang besar namun perusahaan yang lain porsi hutangnya kecil? Untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan tersebut diperlukan analisis ekonomi berdasarkan hubungan kontraktual. Teori agensi (*agency theory*) akan memberikan kerangka untuk melakukan analisis dengan dasar hubungan kontraktual tersebut.

Hubungan agensi merupakan kontrak, baik bersifat eksplisit maupun implisit, dimana satu atau lebih orang (yang disebut *principal*) meminta orang lain (yang disebut *agen*) untuk mengambil tindakan atas nama *principal*. Dalam kontak tersebut

terdapat pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen. Dalam konteks perusahaan, principal adalah pemilik perusahaan (pemegang saham) dan agennya adalah manajemen. Manajemen diberi wewenang untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang akan diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Harapan agar manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan seringkali tidak berwujud. Banyak keputusan yang diambil oleh manajer yang justru lebih menguntungkan manajer dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham. Penggunaan dana untuk pembelian fasilitas manajer yang berlebihan, penahanan laba perusahaan untuk investasi yang kurang menguntungkan, dan berbagai kecurangan yang dapat mengurangi laba atau asset perusahaan seperti menjual produk dengan murah ke perusahaan lain yang ternyata milik manajer adalah beberapa praktek yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham.

Mengapa manajer memiliki kesempatan untuk melakukan tindakan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham? Jensen dan Meckling (1976) dalam Hidayat (2004), menyatakan bahwa masalah keagenan akan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan insider atas perusahaan kurang dari 100% sehingga manajemen cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Selain itu, Jensen dan Meckling (1976) dalam Hidayat (2004) menyatakan bahwa kondisi yang demikian merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dan fungsi

kepemilikan atau sering disebut *separation of decision making and risk bearing functions of the firm*. Pengambil keputusan yaitu, pihak manajemen relatif tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh principal. Akibatnya, manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang tidak menanggung resiko akan kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif dalam rangka kepentingan mereka, seperti beberapa hal yang telah disebutkan pada pembahasan sebelumnya.

Selain beberapa hal yang telah kami sebutkan di atas, penyebab lain konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham antara lain karena keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer melakukan hal yang sebaliknya, yaitu mereka lebih berhubungan dengan resiko perusahaan secara keseluruhan. Menurut Fama (1980) dalam Wuryaningsih (2004) ada dua alasan pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka adalah di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat posisi mereka menjadi *non-diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya dan juga kemampuan earning perusahaan jika perusahaan mengalami kebangkrutan.

Kesimpulannya, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Wuryaningsih (2004). Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa para manajer yang

bertanggung jawab pada keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi dalam *human capital*.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan atau *agency cost* antara lain; meningkatkan kepemilikan saham pihak *insider* (manajer dan komisaris), pendekatan pengawasan internal, *institutional agen* sebagai *monitoring agen*, *labor market control*, *capital control* dan ancaman *takeover* (Wuryaningsih, 2004)

## **2.2 Alternatif Untuk Mengurangi Konflik Kepentingan dan Agency Cost**

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor, yaitu (1) investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan (2) manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi (*agency cost*) yang mana akan nampak pada harga saham yang didiskonto pada saat perusahaan menjual sahamnya.

### 2.2.1 Mekanisme Kontrol Dengan *Monitoring*

Ada beberapa mekanisme untuk mengurangi biaya agensi. Berikut adalah mekanisme-mekanisme kontrol yang dapat dipakai untuk mengurangi masalah agensi.

#### a) Pembentukan Dewan Komisaris

Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk monitoring manajer. Namun demikian penelitian Mace (1986) menemukan bahwa pengawasan dengan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi dikarenakan proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberikan kritik terhadap manajemen.

#### b) Pasar *Corporate Control*

Mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris adalah melalui pasar *corporate control*, yaitu takeover (pengambilalihan). Manne (1965) menyatakan bahwa pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus sehingga masalah agensi dapat dikurangi.

Secara empiris banyak yang mendukung efektifitas pasar *corporate control* ini dalam mengurangi masalah agensi. Jensen dan Ruback (1983) misalnya menemukan bahwa nilai gabungan antara perusahaan yang mengakuisisi dan

yang diakuisisi meningkat setelah adanya akuisisi. Disamping itu Palepu (1985) juga menemukan bahwa perusahaan yang diakuisisi pada umumnya memang buruk kinerjanya. Esterbrook dan Fischel (1991) juga menyatakan bahwa takeover merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting di Amerika Serikat.

Keefektifan mekanisme *corporate control* masih mengundang beberapa pertanyaan. Pertama, biaya takeover relative mahal sehingga hanya perusahaan yang sudah benar-benar tidak terkelola dengan baik yang layak untuk diambil alih. Kedua, akuisisi sebenarnya justru meningkatkan biaya agensi jika perusahaan yang mengambilalih membayar terlalu tinggi. Ketiga, pengambilalihan membutuhkan adanya pasar modal yang likuid yang memungkinkan pengakuisisi memperoleh dana banyak dalam waktu singkat. Maka kemudian muncullah *junk bond* yang digunakan untuk membiayai akuisisi. Banyak perusahaan yang bankrut akibat pendanaan dengan *junk bond* tersebut dan hal inilah yang menjadi salah satu sebab mengapa aktivitas akuisisi di Amerika Serikat berhenti.

c) Pemegang Saham Besar

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar (*large outside shareholder*) yang biasanya merupakan lembaga seperti *investment banking*, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana, dan bank. Model punguran masalah agensi yang dibuat Jensen dan Mecling (1976)

mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri investor-investor kecil. Oleh karena itu biaya monitoring terhadap manajemen oleh investor tersebut akan sangat besar sehingga mereka cenderung tidak melakukan *monitoring*.

Pemegang saham besar memang efektif mengurangi masalah agensi namun mekanisme ini juga menimbulkan biaya. Biaya yang jelas muncul adalah karena pemegang saham besar terbatas kesempatannya untuk melakukan diversifikasi sehingga dia mengganggu resiko yang lebih besar. Namun, jika melihat banyaknya perusahaan di dunia ini yang dimiliki oleh pemegang saham besar, keterbatasan melakukan diversifikasi nampaknya tidak menjadi penghalang yang berarti untuk memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar.

d) Kepemilikan Terkonsentrasi

Mekanisme pengurangan masalah agensi yang agak mirip dengan mekanisme pemegang saham besar adalah mekanisme lewat kepemilikan yang lebih terkonsentrasi. Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Shleifer dan Vishny (1997) mengemukakan bahwa jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan. Dibanding dengan mekanisme pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi memiliki kekuatan kontrol yang lebih rendah karena mereka tetap harus melakukan koordinasi untuk menjalankan hak kontrolnya. Namun pada sisi lain mekanisme kepemilikan

terkonsentrasi juga memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk munculnya peluang bagi kelompok investor yang terkonsentrasi untuk mengambil tindakan yang merugikan investor lain.

e) Pasar Manajer

Fama (1980) menyatakan bahwa masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Lapisan manajer atas akan diganti oleh manajer lapisan dibawahnya jika kinerjanya kurang memuaskan. Persaingan di pasar manajer ini akan memaksa manajer bertindak sebaik mungkin untuk kemajuan perusahaan. Namun mekanisme pasar manajer ini tidak dapat sepenuhnya berjalan karena pasar manajer bukanlah pasar yang sempurna. Kelangkaan tenaga manajer akan sikap perlawanan dari pihak manajer agar posisinya tidak diganti adalah faktor-faktor yang menghambat diterapkannya mekanisme pasar manajer untuk kepentingan pengurangan masalah keagenan.

2.2.2 Mekanisme Kontrol Dengan Peningkatan Kepemilikan Manajer

Teori kepemilikan yang Jensen dan Meckling (1976) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan nilai perusahaan. Namun studi Demsetz dan Lehn (1985) tidak menemukan adanya hubungan positif antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang diproyeksi dengan laba akuntansi.

Stulz (1988) mengembangkan teori struktur kepemilikan dan mendapatkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan adalah *non-*

*monotomic*. Pada tingkat kepemilikan manajer rendah, nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya kepemilikan manajer karena pada saat itu insentif manajer untuk bertindak “konsumtif” menurun. Pada level kepemilikan manajer yang tinggi, nilai perusahaan justru menurun ketika kepemilikan manajer meningkat karena adanya pengaruh *management entrenchment*, yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimumkan utilitasnya tanpa takut adanya hostile takeover, perlawanan dari dewan komisaris, maupun proxy fight oleh investor besar.

Teori kepemilikan dari Stulz (1988) ini didukung oleh beberapa penelitian empiris. Morck, Shleifer, Vishny (1988) menemukan bahwa *Tobin's q* pada awalnya meningkat dengan meningkatnya kepemilikan manajer, namun kemudian menurun ketika ada penambahan kepemilikan manajer lagi setelah kepemilikan manajer mencapai tingkat 5 %. Tingkat titik balik kepemilikan manajer dapat berbeda dengan berbedanya karakteristik sample terbukti McConnell dan Servance (1990) menemukan bahwa *Tobin's q* tetap meningkat samapai dengan level kepemilikan manajerial antara 40-50 %.

### 2.2.3 Mekanisme Kontrol Dengan Bonding

Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer dalam kegiatan “konsumtif”. Dana tersebut adalah *free cash flows* yaitu kelenihan dana yang ada dalam perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Jika biaya agansi ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu. Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah

besar sehingga yang tersisa di perusahaan menjadi kecil. Dengan alasan berbeda, Rozeff (1982) juga menyarankan peningkatan deviden untuk mengurangi biaya agensi karena meningkatnya deviden akan meningkatkan kemampuan perusahaan mengambil dana dari luar (bukan dari dana internal) sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru.

Seperti uji empiris terhadap *bonding* hutang, uji *bonding* dengan menaikkan deviden juga mengacu hasil penelitian yang sudah ada sebelumnya tentang pengaruh deviden terhadap nilai perusahaan yang kemudian dijelaskan menurut teori agensi. Hasil uji empiris pengaruh deviden terhadap nilai perusahaan beragam, ada yang berpengaruh positif ada yang tidak berpengaruh, seperti dirangkum oleh Copeland dan Weston (1992), (Zainal Arifin, 2005 , hlm60-67)

### **2.3 Peranan *Insider Ownership* Dalam Mengurangi Konflik**

Bathala et. al (1994) dalam Masdupi (2002), perusahaan merupakan suatu subjek dalam meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan resiko yang ditanggung perusahaan. Dalam konteks ini, para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan yang terjadi kurang mau untuk menanggung resiko dari biaya yang dikeluarkannya tersebut. Jensen dan Meckling (1976) juga mengatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

Disisi lain manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan opportunistic mereka. Hal ini akan mengakibatkan meningkatnya beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan pada akhirnya berpengaruh terhadap penurunan nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Agus sartono (2001) menyatakan bahwa salah satu alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan atau *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham pihak manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan memaksa para manajer untuk mengganggu resiko dengan kekayaan yang mereka miliki sebagai konsekuensi bila melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan adanya atau semakin meningkatnya kepemilikan saham pihak insider, menyebabkan insider akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha untuk menurunkan biaya keagenan tersebut, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Hal senada juga dikemukakan oleh Esterbrook (1984) dan Saunders (1990) yang dikutip oleh Wuryaningsih (2004), bahwa jika struktur kepemilikan saham pihak manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Artinya dengan meningkatkan kepemilikan pihak insider akan menyebabkan insider semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku opportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga perusahaan ini hutangnya rendah.

Dengan demikian, meningkatnya *insider ownership* dapat mensejajarkan kepentingan dengan para *outside shareholder* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. *Insider Ownership* mempunyai pengaruh negative signifikan terhadap *debt ratio* perusahaan

#### **2.4 Peranan *Institutional Investor* dalam mengurangi konflik**

Menurut Shleifer dan Vishny (1989) yang dikutip Wuyaningsih (2004), menyatakan pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Adanya konsentrasi kepemilikan, menyebabkan pemegang saham besar seperti *institutional investor* akan dapat memonitor tim manajer secara lebih efektif, dan akan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*.

Coffe (1997) dalam Faisal (2000), menyatakan bahwa adanya perubahan perilaku *institutional investor* dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan monitoring. Menurut Coffe, meningkatnya aktivitas para *institutional investor* dalam monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa, adanya kepemilikan yang signifikan oleh *institutional investor* telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan kolektif. Dalam waktu yang sama biaya untuk keluar dari investasi (*exit cost*) yang mereka lakukan cukup mahal, karena adanya resiko saham akan terjual pada harga diskon. Tren peningkatan aktivitas *institutional investor* untuk lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan yang optimal.

Menurut Bethala et. al (1994) dalam Masdupi (2002), peningkatan institutional investor didukung oleh usaha mereka untuk meningkatkan tanggung jawab insider. Aktivitas pengawasan tersebut dapat dilakukan dengan menempatkan komite penasehat (*Advisory Comitte*) yang bekerja untuk melindungi kepentingan pemegang saham eksternal. Hal senada juga diungkapkan oleh Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan mekanisme monitoring dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada dibawah pengawasan CEO, sehingga dapat memonitor para manajer dengan lebih efektif. Bentuk-bentuk monitoring yang lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi insider dalam menjalankan usahanya dan melalui rapat umum pemegang saham (Brigham dan Gapensky (1996)).

Hal tersebut konsisten dengan studi Moh'd (1988) yang dikutip Wuryanigsih (2004), bahwa institutional investor mempunyai hubungan saham yang signifikan terhadap debt ratio. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institutional investor akan menyebabkan usaha monitoring akan menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku opportunistik yang dilakukan oleh para manajer, dan memaksa para manajer untuk mengurangi tingkat utang secara optimal, sehingga akan mengurangi agency cost. Selain hal itu Moh'd (1988) dalam penelitiannya juga menyatakan bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijaksanaan hutang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost*, yaitu bentuk distribusi saham

antar pemegang saham dari luar (*institutional investor*) dan *shareholder dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency cost*. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen (*management ownership*) akan mensejajarkan tingkat kepentingan antara manajer dan *outside shareholder*, sehingga manajer akan mengurangi tingkat utang secara optimal seiring dengan semakin meningkatnya kepemilikan mereka dalam perusahaan.

## 2.5 Penelitian Sebelumnya

Faisal (2001) yang berjudul “*Pengaruh struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*”, yang dilakukan selama periode tahun 1999-2000. Penelitian tersebut menggunakan tiga variabel bebas yaitu *insider ownership*, *institutional investor*, dan *shareholder dispersion*, yang mempengaruhi *debt ratio* sebagai proksi kebijakan utang perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel *institutional investor* yang berpengaruh signifikan dan berpengaruh negatif terhadap *debt ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional bisa mengurangi peran hutang untuk mengurangi konflik keagenan dan *agency cost*.

Masdupi, Eri (2002), penelitian yang berjudul “*Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol Konflik Keagenan*”, selama periode 1992-1996 dengan menggunakan sampel sebanyak 100 perusahaan. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa dari ketiga variabel struktur kepemilikan hanya *insider ownership* dan *institutional investor* yang terbukti berpengaruh negatif signifikan terhadap *debt ratio*. Sedangkan variabel *shareholder dispersion*

konsekuensinya, sehingga perusahaan ini hutangnya rendah. Hal ini bisa mengontrol konflik keagenan.

Berlainan dengan pernyataan di atas penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sorenson (1986) dalam Mamduh Hanafi (2003), menyatakan hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini dipelajari dari *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh insider atau perusahaan tertutup menggunakan hutang dalam jumlah yang besar untuk mendanai perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol insider memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini perusahaan tertutup mempunyai *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Berdasarkan uraian tersebut dapat dirumuskan hipotesis alternatif pertama sebagai berikut:

**$H_1$**  : *Kepemilikan internal (Insider Ownership) mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.*

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Masdupi (2002), menyatakan bahwa pemegang saham besar (large shareholder) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajemen dalam perusahaan. Menurut mereka dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka pemegang saham besar seperti *institutional investor* dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh *institutional investor* juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang.

## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### 3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dapat didefinisikan sebagai sekumpulan data yang mengidentifikasi suatu fenomena. Penelitian ini dilakukan dengan mengambil populasi semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2001 sampai dengan tahun 2005.

Pemilihan sample dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu dengan mendasarkan pada kriteria-kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 2005).

Kriteria-kriteria yang digunakan adalah:

1. Perusahaan yang termasuk sampel adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, kecuali perusahaan keuangan atau perbankan dan asuransi, karena mempunyai karakteristik struktur modal yang berbeda.
2. Perusahaan melaporkan laporan keuangan dan dipublikasikan untuk periode tahun 2001 sampai dengan tahun 2005.
3. Perusahaan memiliki kelengkapan data yang dibutuhkan penelitian yang meliputi data struktur kepemilikan seperti: kepemilikan internal (*insider ownership*), kepemilikan institusi (*institutional investor*), dan data khusus lainnya seperti; total hutang jangka panjang (*long-term liabilities*), dan total equity tahunan (*equity*).
4. Memiliki kebijakan hutang, dan memiliki EBIT yang positif.

Tabel 3.1

Tabel Pemilihan Sampel

Tahun	2001	2002	2003	2004	2005	Total
Populasi	182	182	182	182	187	915
Yang dikeluarkan dari sampel karena:						
1) Tidak melaporkan laporan keuangan	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
2) Tidak lengkap datanya	(126)	(120)	(117)	(125)	(123)	(611)
3) EBITnya negatif	(41)	(42)	(49)	(39)	(43)	(214)
<b>Sampel yang dipakai</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>90</b>

Setelah dilakukan pemilihan sample sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan di atas, maka dapat terkumpul sebanyak 90 perusahaan yang layak untuk dijadikan sampel penelitian ini.

### 3.2 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersumber pada laporan keuangan. Data diperoleh dari beberapa publikasi, khususnya data yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2001 sampai dengan tahun 2005, *JSX statistic*, dan publikasi lainnya yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Data yang dikumpulkan mencakup, data laporan keuangan yang dipublikasikan selama periode penelitian, data prosentase kepemilikan saham baik yang dimiliki oleh pihak internal dan pihak eksternal.

### 3.3 Definisi Oprasional dan Pengukuran Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

#### 3.3.1 Variabel Dependen

beredar pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan (Wuryaningsih (2002)). Variabel ini diberi simbol INSDR. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2001 sampai dengan 2005.

b. *Institutional Investors* (kepemilikan institusi luar)

*Institutional investor* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi seperti; perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh pihak lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan. Variabel ini didefinisikan sebagai prosentase saham oleh institusi pada akhir tahun (Wuryaningsih (2002)). Variabel ini diberi simbol INST. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2001 sampai dengan 2005.

c. *Shareholder Dispersion*

*Shareholder dispersion* didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham, semakin kecil standar deviasinya maka semakin kecil kepemilikan saham sebagai akibat penyebaran saham maka berarti hak suara (power) menjadi kecil terhadap manajer yang konservatif terhadap terhadap penggunaan hutang sehingga hutang akan lebih kecil. Penulis menggunakan invers terhadap nilai standar deviasi untuk mendapatkan formula yang tepat. Variabel ini diberi symbol SDP.

$$SDP = 1 / Sdv$$

$$SDV = \sqrt{\frac{(x - X)^2}{n}}$$

Keterangan:

- x = Prosentase kepemilikan saham oleh pemegang saham  
 X = Nilai rata-rata kepemilikan saham oleh pemegang saham  
 n = Jumlah pemegang saham  
 SDP = Persebaran pemegang saham (*Shareholder dispersion*)  
 Sdv = Standar deviasi pemegang saham

### 3.3 Rumusan Model Penelitian

Penelitian ini menggunakan *Pooled Regression Model*. Dengan menggunakan *Ordinary Last Square* (OLS) akan dilakukan penaksiran persamaan regresi untuk mendapatkan nilai taksiran parameter sampel (regresi).

Persamaan ini akan dipakai untuk menguji hipotesis-hipotesis yang telah disebutkan di muka, secara matematika dirumuskan:

$$DR = a_0 + b_1 INSDR + b_2 INST + b_3 SDR + e$$

Dimana:

- A = konstanta  
 ( $b_1, b_2, b_3$ ) = koefisien regresi  
 DR = *Debt ratio*  
 INSDR = *Insider Ownership*  
 INST = *Institutional Investor*  
 SDR = *Shareholder Dispersion*

Selanjutnya untuk mengetahui seberapa kuat pengaruh dari tiap-tiap variabel independen secara individual terhadap variabel dependen, maka dilakukan pengujian dengan menggunakan perbandingan probabilitas dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ).

### 3.4 Teknik Analisis

Teknik analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 10.0. Pengujian terhadap hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Hal ini bertujuan agar hasil penelitian tersebut dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian secara parsial (uji t) hanya dilakukan terhadap variabel independent yang secara statistic mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.

### 3.5 Pengujian Asumsi Klasik

#### 3.5.1 Uji Normalitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas dilakukan secara statistic menggunakan *modification of kolmogorov test*. Apabila nilai *sig (2-tailed)* variabel independent yang bukan *dummy* lebih dari 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal. Jika nilai *sig (2-tailed)* variabel independent kurang dari 0,05 maka data tersebut tidak berdistribusi normal. Jika terdapat data yang tidak berdistribusi normal untuk normalitas data maka sebelum diuji hipotesisnya dilogaritmakan terlebih dahulu.

### 3.5.2 Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas yaitu adanya hubungan yang kuat antara variable independent dalam persamaan regresi. Adanya multikolinieritas akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nul. Hal ini mengakibatkan koefisien dan standar deviasi sangat sensitive terhadap perubahan data (Gujarati, 1995).

Gejala multikolinieritas dideteksi dengan menggunakan perhitungan *tolerance* (TOL) dan *variance inflation factor* (VIF) dan *person correlation matrix*. Menurut Gujarati (1995) semakin besar VIF akan semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinieritas antar variable independent. Sebagai *rule of the thumb* adalah jika nilai VIF sama dengan satu. Menunjukkan tidak adanya kolinieritas antar variable independent, dan apabila nilai FIV kurang dari 10 maka tingkat multikolinieritas tergolong berbahaya. Sedangkan nilai *tolerance* (TOL) berkisar antara 0 (nol) dan 1 (satu). Jika  $TOL = 1$  maka tidak terdapat kolinieritas antar variable independen, namun jika  $TOL = 0$ , maka terdapat kolinieritas yang tinggi dan sempurna antar variable independent. Selanjutnya *person correlation matrix* digunakan untuk mengetahui nilai koefisien korelasi antara variable independent. Jika koefisien korelasi lebih besar dari 0,8 maka tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya dalam model penelitian (Gujarati, 1995). Menurut Nair, et al (1992) yang dikutip Faisal (2001) dalam Hidayat (2004) tingkat multikolinieritas berbahaya bila VIF lebih besar dari 10.

### 3.2.2 Uji Autokorelasi

Secara harfiah autokorelasi berarti adanya korelasi antara anggota observasi satu dengan observasi yang lain yang berlainan waktu. Dengan kaitannya dengan asumsi metode OLS, autokorelasi merupakan korelasi antara satu residual dengan residual yang lain. Sedangkan salah satu asumsi penting metode OLS berkaitan dengan residual adalah tidak adanya hubungan antara residual satu dengan residual yang lain.

Autokorelasi atau korelasi serial biasanya terjadi diantara anggota observasi yang terletak berderetan secara serius dalam bentuk waktu (jika data *time series*). Atau korelasi antara 4 variabel berdekatan (jika datannya *cross sectional*). Dalam pengujian ini menggunakan pengujian Durbin-Watson dari program SPSS untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi. Jika nilai Durbin-Watson mendekati 2 maka tidak terjadi autokorelasi, tetapi jika nilainya 0 atau 4 maka terjadi autokorelasi.

### 2.3.4 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan fenomena dimana pada nilai dependen tertentu yang dipilih atau ditetapkan masing-masing kesalahan ( $u_i$ ) mempunyai nilai varian yang sama (homoskedastisitas) yaitu besaran  $\sigma^2$ . Gejala heteroskedastisitas akan muncul apakah varian disturbance term setiap observasi tidak lagi konstan, tetapi bervariasi. Apabila hal ini terjadi maka estimator OLS masih tetap tidak bias dan masih tetap konsisten tetapi menjadi tidak konsisten lagi dalam sample kecil. Situasi

heteroskedastisitas akan menyebabkan penaksiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas menggunakan korelasi peringkat Spearman's Rho dengan meregresikan standar residual dengan masing-masing variabel independen. Apabila nilai korelasi variabel independent dengan residu kurang dari 0,5 maka tidak terjadi heteroskedastisitas dengan residu lebih dari 0,5 maka terjadi heteroskedastisitas.

### 3.6 Uji t

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu dengan menganggap variabel yang lain konstan. Berkaitan dengan hipotesis yang diajukan maka penelitian ini menggambarkan uji satu sisi dengan arah hubungan variabel dependen dengan independen yang positif. Adapun langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut :

#### a) Menentukan Hipotesis

- $H_0 : b_1 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara *Insider Ownership* terhadap *debt ratio*.  
 $H_a : b_1 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara *Insider Ownership* terhadap *debt ratio*.
- $H_0 : b_2 = 0$  : tidak ada pengaruh signifikan antara *Institutional Investor* terhadap *debt ratio*.

$H_{a2} : b_2 > 0$  : ada pengaruh signifikan antara *Institutional Investor* terhadap *debt ratio*.

- $H_{03} : b_3 = 0$  : tidak ada pengaruh antara *Shareholder Dispersion* terhadap *debt ratio*.

$H_{a3} : b_3 > 0$  : ada pengaruh antara *Shareholder Dispersion* terhadap *debt ratio*.

- b) Mencari titik kritis dengan pengujian satu sisi.

*Degree of freedom* (df) = n-k, dimana n jumlah observasi dan k adalah jumlah variable baik dependen maupun independen. Tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) yang digunakan pada penelitian ini sebesar 5 %.

- c) Menentukan kriteria pengujian (berdasarkan probabilitas)

- Bila probabilitas  $> 0,05$ , maka  $H_0$  diterima, dan  $H_a$  ditolak. Artinya tidak ada hubungan yang signifikan atau variable independent tidak mampu mempengaruhi variable dependen secara statistic.
- Bila probabilities  $< 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima. Artinya ada hubungan yang signifikan atau variable independent mempunyai pengaruh terhadap variable dependen.

- a) Pengambilan keputusan

Pengambilan keputusan ini didasarkan pada penerimaan ataukah penolakan  $H_0$  dengan cara membandingkan tingkat probabilitas dengan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebesar 5 %.

Apabila probabilitas yang dihasilkan  $>$  tingkat signifikansi (5 %), maka  $H_0$  diterima. Begitu juga sebaliknya apabila probabilitas  $<$  tingkat signifikansi maka  $H_0$  ditolak, kemudian selanjutnya keputusan dapat diambil.

### 3.7 Uji F

Uji ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh variabel independent terhadap variabel dependen secara keseluruhan.

Langkah-langkah pengujian sebagai berikut:

- a. Membuat formula hipotesis

$H_0 : b_1 = b_2 = b_3 = 0$  artinya tidak ada pengaruh yang signifikan antara *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, dan *Shareholder Dispersion* secara simultan atau serentak terhadap *debt ratio*.

$H_A$  : artinya ada pengaruh yang signifikan antara *Insider Ownership*, *Institutional Investor*, dan *Shareholder Dispersion* terhadap *debt ratio*.

- b. Menentukan besarnya  $\alpha$  untuk mengetahui tingkat signifikansi hasil pengolahan data. Nilai  $\alpha$  ditetapkan sebesar 5 % atau tingkat signifikansi 95 %.

- c. Menghitung nilai f.

- d. Menentukan kriteria pengujian hipotesis.

$H_0$  ditolak bila:

Sig. F  $<$   $\alpha$  ( $\alpha = 0,05$ )

$H_0$  gagal ditolak bila:

## BAB IV

### HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis dalam penelitian ini diselesaikan dengan menggunakan program SPSS 10.0. Alasan dari penggunaan program ini karena dianggap mampu membantu peneliti dalam mewujudkan estimasi model yang diajukan. Hasil-hasil pengolahan data yang disajikan di sini dianggap merupakan estimasi terbaik karena dapat memuat kriteria teori ekonomi, statistic, maupun ekonometrika, sehingga diharapkan mampu menjawab hipotesis yang diajukan. Adapun model dasar yang diestimasi dalam penelitian ini dilakukan dengan pendekatan OLS. Secara spesifik model penelitian yang diestimasi sebagai berikut.

$$DR = \mu + b_1 INSDR + b_2 INST + b_3 SDR + e$$

Keterangan:

DR	= <i>Debt Ratio</i>
INSDR	= <i>Insider Ownership</i>
INST	= <i>Institutional Investor</i>
SDR	= <i>Shareholder Dispersion</i>

Dalam model regresi berganda ini dilakukan uji asumsi klasik agar model tersebut valid dan tidak bias. Asumsi dasar yang harus diperhatikan adalah bebas multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas (Gujarati, 1995). Jika pada

hasil penelitian terdapat asumsi klasik, maka menyebabkan hasil estimasi menjadi tidak akurat sehingga diperlukan pengobatan sebelum model tersebut digunakan.

#### 4.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.1 menjelaskan karakteristik sampel terutama menyangkut jumlah sample, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata dan standar deviasi.

**Table 4.1**  
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	90	.00	.95	.2758	.2402
INSDR	90	.00	.30	7.223E-02	7.522E-02
INST	90	.11	.73	.5326	.1229
SDP	90	3.45	11.43	5.4325	1.4303
Valid N (listwise)	90				

(Sumber: lampiran 3 hal 70)

Dari table 4.1 di atas dapat diketahui sampel yang dipakai dalam penelitian ini sebanyak 90. Nilai rata-rata *debt ratio* sebesar 27,58 % dengan nilai standar deviasi sebesar 0.2402. Nilai rata-rata variabel *Insider Ownership* sebesar 7.22 % dan nilai standar deviasi sebesar 7.52 %. Nilai rata-rata variabel *Institutional Investor* sebesar 53,26 % dengan standar deviasi 12,29 %. Dan variabel *Shareholder Dispersion* mempunyai nilai rata-rata sebesar 5,4325 dan standar deviasi sebesar 1,4303.

Dari hasil deskriptif data di atas dapat diketahui bahwa perusahaan di Indonesia selama periode penelitian dalam pendanaan oprasionalnya cenderung menggunakan pendanaan yang berasal dari internal perusahaan, hal ini diperlihatkan dengan rata-rata *debt ratio* sebesar 27,58 %. Jika melihat pada tabel 4.1 dapat diketahui bahwa perusahaan di Indonesia semakin meningkatkan penggunaan dana

dan equity perusahaan-perusahaan di Indonesia mengindikasikan semakin meningkatnya kegiatan pendanaan perusahaan dalam rangka untuk mendanai kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia.

a) Menghitung *Debt Ratio* (DR)

$$DR = \frac{\text{Hutang Jangka Panjang}}{\text{Hutang Jangka Panjang} + \text{Modal Sendiri}}$$

Dalam hal ini dapat diambil contoh pada laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk. tahun 2002 (dapat dilihat pada lampiran) memiliki hutang jangka panjang sebesar Rp 191.400.000.000 dan memiliki modal sendiri (*shareholder equity*) sebesar Rp 8.138.191.000.000, maka dapat dapat dihitung:

$$\begin{aligned} DR &= \frac{\text{Rp 191.400.000.000,-}}{\text{Rp 8.138.191.000.000,-} + \text{Rp 191.400.000.000,-}} \\ &= 0,022813982 \end{aligned}$$

b) Menghitung *Insider Ownership* (INSDR)

*Insider Ownership* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh manajer artinya saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. Dalam hal ini dapat diambil contoh pada kolom *shareholders* yang ada pada laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk. tahun 2002 (lihat lampiran). Pada kolom *shareholder* beberapa pemilik saham pihak *insider* antara lain:

Rahman Halim	0,94%
Juni Setiawati Wonowijoyo	0,52%
Susilo Wonowijoyo	<u>0,29%</u> +

Kepemilikan saham pihak *insider* 1,75%

c) Menghitung *Institutional Investor* (INST)

*Institutional investor* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham institusi seperti; perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh pihak lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan. Dalam hal ini dapat diambil contoh pada kolom *shareholders* yang ada pada laporan keuangan PT Gudang Garam Tbk. tahun 2002 (lihat lampiran). Pada kolom *shareholders* tersebut terdapat beberapa pemilik saham institusi antara lain:

PT Suryaduta Investama	66,80%
PT Suryamitra Kusuma	5,32%
Kepemilikan saham pihak institusi	72,12%

d) Menghitung *Shareholder Dispersion* (SDP)

*Shareholder dispersion* didefinisikan sebagai standar deviasi dari penyebaran pemegang saham. Penulis menggunakan invers terhadap nilai standar deviasi untuk mendapatkan formula yang tepat. Variabel ini diberi symbol SDP.

$$SDP = 1 / Sdv$$

$$Sdv = \sqrt{\frac{(x - X)^2}{n}}$$

Dalam hal ini kita dapat diambil contoh pada kolom *shareholders* PT Gudang Garam Tbk. tahun 2002 sebagai berikut:

**Table 4.3**  
**Perhitungan Standar Deviasi**

n	Shareholder	x	X	(x-X) <sup>2</sup>
1	PT Suryaduta Investama	66,80 %	16.6667 %	2513.351111
2	PT Suryamitra Kusuma	5,32 %	16.6667 %	128.7468444
3	Rahman Halim	0,94 %	16.6667 %	247.3280444
4	Juni Setiawati W.	0,52 %	16.6667 %	260.7148444
5	Susilo Wonowidjoyo	0,29 %	16.6667 %	268.1952111
6	Publik	26,13 %	16.6667 %	89.55467778
Jumlah		100 %		3507.890733

$$Sdv = \sqrt{\frac{(x - X)^2}{n}}$$

$$Sdv = \sqrt{\frac{3507,890733}{6}}$$

$$Sdv = 24,1795 \%$$

$$\begin{aligned} SDP &= 1/Sdv \\ &= 0.041478 \times 100 \\ &= 4,1478 \end{aligned}$$

#### 4.2 Pengujian Normalitas

Normalitas data merupakan asumsi yang sangat mendasar dalam analisis multivariate. Pengujian normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah data berdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah data yang berdistribusi normal atau mendekati normal.

Normalitas data diuji dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Pengujian yang dilakukan dengan program SPSS 10.0 pada *One-Semple*

gejala multikolinieritas kita dapat melihat nilai *Tolerance* (TOL), *Variance in Factor* (VIF), dan *Person correlation matrix*.

Dengan melihat nilai *person correlation* dalam tabel 4.5, antara variabel independen tidak ada yang melebihi 0,8, ini menunjukkan bahwa tidak ada penyakit multikolinieritas dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

**Tabel 4.5**  
**Correlations**

		DR	INSDR	INST	SDP
Pearson Correlation	DR	1.000	.444	-.185	.273
	INSDR	.444	1.000	-.227	.362
	INST	-.185	-.227	1.000	-.163
	SDP	.273	.362	-.163	1.000
Sig. (1-tailed)	DR		.000	.040	.005
	INSDR	.000		.016	.000
	INST	.040	.016		.062
	SDP	.005	.000	.062	
N	DR	90	90	90	90
	INSDR	90	90	90	90
	INST	90	90	90	90
	SDP	90	90	90	90

(Sumber: lampiran 5 hal 72)

Langkah berikutnya untuk mendeteksi adanya multikolinieritas yaitu dengan melihat nilai *Variance in Faktor* (VIF) dan nilai *Tolerance* (TOL) pada tabel 4.6 *coefficients* (tabel 2). Gujarati (1995) mengatakan bahwa jika nilai *Tolerance* (TOL) lebih dari 0,1 dan nilai VIF yang tidak lebih dari 10 maka hubungan linier antara variabel-variabel bebas dalam model regresi tidak mengandung multikolinieritas. Tabel 4.4 berikut menunjukkan nilai *Tolerance* (TOL) dalam nilai VIF semua variabel independen lebih dari 0,1 dan tidak lebih dari 10. Maka dalam penelitian ini

hubungan linier di antara variable-variabel independen dalam model regresi tidak mengandung multikolinieritas.

**Tabel 4.6**

**Coefficients**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.451	.161		2.794	.006		
	INSDR	.990E-02	.016	.382	3.669	.000	.840	1.191
	INST	-.154	.192	-.079	-.799	.426	.941	1.063
	SDP	.044E-02	.017	.122	1.185	.239	.862	1.160

a. Dependent Variable: DR

(Sumber: lampiran 5 hal 74)

#### 4.3.2 Uji Autokorelasi

Selain terbebas dari penyakit multikolinieritas, sebuah model regresi dikatakan baik adalah tidak terjadi autokorelasi. Dalam Agus Widarjono (2005), tidak adanya korelasi antar residual satu observasi dengan observasi yang lain disebut dengan autokorelasi. Jika terjadi autokorelasi dalam regresi maka estimator yang kita dapatkan akan mempunyai karakteristik sbb:

1. Estimator metode kuadrat terkecil masih linier
2. Estimator metode kuadrat terkecil masih tidak bias
3. Namun estimator metode kuadrat terkecil tidak mempunyai varian yang minimal lagi (*no longer best*).

Untuk melihat ada tidaknya autokorelasi digunakan uji Durbin-Watson dari program SPSS. Jika nilai Durbin-Watson mendekati 2 maka tidak terjadi

*Spearman's Rho* pada tabel 4.8 semuanya memiliki koefisien korelasi kurang dari 0,5. Dengan demikian tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Tabel 4.8**  
**Correlations**

			INSDR	INST	SDP
Spearman's rho	INSDR	Correlation Coefficient	1.000	-.278**	.498**
		Sig. (2-tailed)		.008	.000
		N	90	90	90
	INST	Correlation Coefficient	-.278**	1.000	-.303**
		Sig. (2-tailed)	.008		.004
		N	90	90	90
	SDP	Correlation Coefficient	.498**	-.303**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.000	.004	
		N	90	90	90

\*\* . Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

(Sumber: lampiran 4 hal 71)

#### 4.4 Hasil Analisis Regresi

Hasil regresi *polled-regression model* dengan menggunakan program komputer SPSS 10.0. Demikian juga dengan pengujian asumsi klasik. Hasil pengujian asumsi klasik menunjukkan bahwa persamaan regresi dari hasil analisis data tidak ditemukan adanya multikolinieritas, autokorelasi, dan heroskedastisitas. Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan bantuan SPSS 10.0 diperoleh hasil seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.9.

Dari hasil perhitungan dan pengujian dengan menggunakan model regresi linier berganda dengan menggunakan program software SPSS. 10.0 dihasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$DR (Y) = 0,451 + 0,059 (INSDR) - 0,154 (INST) + 0,0204 (SDP) + e$$

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan bantuan program SPSS didapat nilai signifikansi variabel *Institutional Investor* ( $\text{Sig.t}$ ) = 0,426 yang lebih besar dari pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat table 4.10).
- b)  $H_{02}$  diterima atau  $H_{a2}$  ditolak karena tingkat  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistic variabel *Institutional Investor* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*).

#### 4.5.3 Pengujian Hipotesis 3 ( $H_3$ )

Dalam sub bab ini diuraikan hasil pengujian hipotesis 3 ( $H_3$ ) dari hasil uji t dengan melalui langkah-langkah yang telah disebutkan dalam bab sebelumnya. Berikut ini hasil pengujian hipotesis 3:

- a) Dari hasil olah data dengan menggunakan bantuan program SPSS didapat nilai signifikansi variabel *Shareholder Dispersion* ( $\text{Sig.t}$ ) = 0,239 yang lebih besar dari pada tingkat signifikansi  $\alpha = 5\%$  (lihat table 4.10).
- b)  $H_{03}$  diterima atau  $H_{a3}$  ditolak karena  $\text{Sig.t} > \alpha$ , artinya bahwa secara statistic *Shareholder Dispersion* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang (*debt ratio*).

#### 4.6 Uji Hipotesis untuk regresi serentak (Uji F)

Ringkasan hasil pengujian variabel independent secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel kebijakan hutang (*debt ratio*) disajikan pada table 4.11 dibawah ini.

tambahan hutang dari pada tambahan saham supaya kepemilikannya tidak terlikuidasi. Semakin tinggi kepemilikan manajerial maka semakin tinggi hutang perusahaan. Hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaannya (*demand hypothesis*). Hal serupa juga dikemukakan oleh Stulz (1988) pada tingkat kepemilikan manajer yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut diakibatkan karena pada kondisi tersebut insentif manajer untuk bertindak “konsumtif” menurun. Akan tetapi pada level kepemilikan manajer yang tinggi, nilai perusahaan justru menurun karena adanya pengaruh *management entrenchment*, yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimalkan utilitas tanpa takut adanya perlawanan dari dewan komisaris maupun *proxy fight* dari investor besar. Teori ini didukung oleh beberapa penelitian empiris yang lain; Morck, Shleifer dan Vishny (1988) menemukan bahwa *Tobin's q* pada awalnya meningkat ketika kepemilikan manajer juga meningkat, namun kemudian menurun ketika ada penambahan kepemilikan manajer lagi melebihi tingkat kepemilikan saham 5%. Dapat kita lihat di dalam deskriptif statistik data yang digunakan memperlihatkan kepemilikan saham pihak institusi lebih dari 5 % yaitu sebesar 7,22 %. Sehingga dengan hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), yang menyatakan bahwa jika insider mempunyai kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka mereka akan mengurangi tingkat utang secara optimal.

2. Hasil hipotesis 2 menunjukkan bahwa *Institutional Investor* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), Moh'd (1992), Bathala (1994) Faisal (2001), Masdupi (2002), Hidayat (2004), dan Wuryaningsih (2005). Tidak signifikannya pengaruh *Institutional Investor* terhadap *debt ratio* kemungkinan disebabkan kurang aktifnya usaha para pemegang saham institusi untuk menggunakan kekuasaannya dalam kegiatan memonitor manajemen dalam penggunaan hutang. Hal tersebut disebabkan keyakinan mereka bahwa kinerja keuangan perusahaan masih dalam tingkatan yang aman (wajar), karena rata-rata tingkat hutang (*debt ratio*) yang digunakan dalam pendanaan perusahaan-perusahaan di Indonesia masih kecil sekitar 27.58 % dari total pendanaan yang digunakan (pendanaan internal dan eksternal (hutang)). Dengan Melihat koefisien regresi dengan tanda negatif sebesar 0,154, menunjukkan bahwa mekanisme ini dapat digunakan untuk mengawasi manajemen dalam penggunaan hutang dalam rangka untuk mengurangi masalah agensi.
3. Hasil hipotesis 3 menunjukkan *Shareholder Dispersion* tidak terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Tidak signifikannya variabel *shareholder dispersion* terhadap *debt ratio*, kemungkinan disebabkan persebaran kepemilikan saham perusahaan di Indonesia tergolong terkonsentrasi dan kepemilikan sahamnya rata-rata dimiliki oleh 4-8 shareholders (tidak menyebar). Dalam hal ini mayoritas adalah kepemilikan saham dipegang oleh

pihak institusi yaitu sebesar 53,36 %, pihak insider hanya 7,22 %, dan sisanya terkonsentrasi kepada kelompok publik yang merupakan kumpulan dari individu investor. Ketika kepemilikan terkonsentrasi (hanya ada beberapa pemilik), biasanya pada perusahaan berbasis keluarga dimana pemilik utama merupakan manajer dari perusahaan tersebut, serta perusahaan besar yang dikontrol oleh bank dan kelompok industri. Perusahaan-perusahaan di negara-negara Eropa dan juga Jepang yang mana struktur kepemilikannya relative terkonsentrasi lebih banyak menggunakan pendanaan dari bank (hutang). Hal tersebut juga terjadi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, yang mana struktur kepemilikan saham cenderung terkonsentrasi pada beberapa pemilik saja, selain itu perusahaan-perusahaan di Indonesia rata-rata berbasis keluarga, sehingga pendanaan perusahaan dilakukan dengan dana yang berasal dari luar (hutang). Selain itu, kemungkinan lain yang menyebabkan tidak signifikannya pengaruh *Shareholder Dispersion* terhadap *debt ratio* dapat di lihat dari hasil hipotesis ke 2 yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi sebagai pihak yang memiliki konsentrasi kepemilikan terbesar di perusahaan-perusahaan Indonesia tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*, kemungkinan disebabkan kurang aktifnya usaha para pemegang saham institusi untuk menggunakan kekuasanya dalam kegiatan memonitor manajemen dalam penggunaan hutang

4. Hasil uji hipotesis serempak menunjukkan bahwa ketiga struktur kepemilikan secara bersama-sama mempengaruhi signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dalam hal ini diproksikan dengan *debt ratio*. Dalam analisis statistic

## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti pengaruh struktur kepemilikan yang tersiri dari Insider Ownership, Institutional Investor, Shareholder Dispersion terhadap kebijakan hutang perusahaan di BEJ selama tahun 2001 sampai dengan 2005.

#### 5.1 Kesimpulan

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh signifikan terhadap debt ratio. Variabel yang mempunyai pengaruh signifikan adalah *Insider Ownership* hasil penelitian ini lebih mendukung penelitian dan teori yang dikemukakan oleh Kim dan Sorenson (1986), yang mana Insider Ownership berpengaruh positif signifikan terhadap debt ratio. Sedangkan variabel *Institutional Investor* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah hubungannya terbalik dengan debt ratio sesuai dengan teori. Variabel *Shareholder Dispersion* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.
2. Berdasarkan uji F yaitu uji hipotesis serempak menunjukkan bahwa ketiga struktur kepemilikan secara bersama-sama mempengaruhi signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dalam hal ini diproksikan dengan *debt ratio*. Dalam analisis statistik diketahui bahwa ketiga struktur kepemilikan sangat sedikit mempengaruhi kebijakan hutang. Hal ini diperlihatkan dengan nilai R square sebesar 21,7 % (lihat lampiran 5 hal 72), yang berarti bahwa ketiga

3. Variabel-variabel yang digunakan hanya dari sisi struktur kepemilikan saja belum menggunakan variable-variabel internal yang lain atau faktor-faktor luar perusahaan.

### 5.3 Saran

Oleh karena keterbatasan penelitian yang telah disebutkan di atas, maka temuan penelitian ini perlu untuk mengkaji yang lebih seksama di masa mendatang dengan mengurangi atau menghilangkan segala keterbatasan. Adapun saran untuk penelitian berikutnya adalah:

1. Peneliti-penelitian berikutnya yang sejenis selain memperimbangan struktur kepemilikan saham, juga memperimbangan faktor diri manajer perusahaan sebagai pengambil keputusan seperti; pertanggungjawaban terhadap resiko (*risk beating*), loyalitas manajer terhadap perusahaan.
2. Perlu dilakukan penelitian yang lebih mendalam terhadap topik serupa dengan melibatkan periode tahun yang lebih panjang, sehingga didapatkan jumlah dan kualitas data yang lebih memadai.
3. Perlu untuk mempertimbangkan penggunaan faktor-faktor internal atau eksternal yang lain sebagai variable independent.

### 5.4 Implikasi Penelitian

1. Bagi Investor dan calon investor yang tertarik untuk melakukan investasi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia sebaiknya memperhatikan struktur kepemilikan yang ada di dalam perusahaan yang akan ia investasi. Bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia yang memiliki kepemilikan insider besar

## DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sartono, *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang Dan Kebijakan Deviden: Pengujian Empirik Teori Agensi (Agency Teory)*, 1999, Jurnal Siasat Bisnis No. 6 Vol. 2, hal 107-119.
- Arifin Zaenal, *Teori Keuangan dan Pasar Modal*, Ekonisia, 2005, Yogyakarta.
- Faisal, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Perusahaan Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pascasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM, 2000, Yogyakarta.
- Hardiyati, Yani, *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Hutang Pada Bursa Efek Jakarta*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM, 2002, Yogyakarta.
- Hidayat, *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan, dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Yang terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, 2004, Yogyakarta.
- Ismiyati Fitria, Mamduh M. Hanafi, *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden: Analisis Persamaan Simultan*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 2003, hal 260-276.
- \_\_\_\_\_*Indonesian Capital Market Directory Eleventh Edition*, 2001.
- \_\_\_\_\_*Indonesian Capital Market Directory Eleventh Edition*, 2002.
- \_\_\_\_\_*Indonesian Capital Market Directory Eleventh Edition*, 2003.

\_\_\_\_\_ *Indonesian Capital Market Directory Eleventh Edition*, 2004.

\_\_\_\_\_ *Indonesian Capital Market Directory Eleventh Edition*, 2005.

Masdupi Eri, *Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijaksanaan Utang Dalam Mengonrol Konflik Keagenaan*, Tesis Program Paskasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM, 2002, Yogyakarta.

Mayangsari sekar, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypotesis*, 2002, Jurnal Bisnis dan Investasi.

Nisa Fidyati, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan*, 2001, Jirnal Ekonomi Manajemen dan Akuntansi Vol. 1 no. 1, hal 17-36.

Nugroho, Santi Widyastuti, *Pengaruh Kepemilikan Institutional Terhadap Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Manajerial Dalam Rangka Agency*, Tesis Program Pasca Sarjana Magister Managemen UGM, 2002, Yogyakarta.

Peter M. Bergevin, *Financial Statement Analisis*, Pearson Education International, Inc.

Santoso singgih, *Mengolah Data Statistik Secara Profesional Dengan SPSS Versi 10.0.*, Elex Media Komputindo, Jakarta, 2001.

Sunarsih, *Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya*, 2000, Jurnal Siasat Bisnis no. 6, hal 86-82.

Tarjo, Jogiyanto, *Analisis Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 2003, hal 278-294.

Warsidi, *Seri Teori Akuntansi*, Warsidi Akuntan Tripod.com.

Wuryaningsih D.L, *Pengujian Pengaruh Capital Struktur pada Debt Policy (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia*, Jurnal Manajemin dan Bisnis, 2004 Vol. 8. No. 2 hal 139-150.



**Lampiran 1**  
**Data Sampel Sebelum Diolah**

NO	THN	PERSAHAHAAN	HJK	EQ	INSDR	INST	EBIT	Sdv
1	2001	ASTRA ARGO	926921	1072762	5.56	64	112140	19.7263
2	2001	DARMA SAMUDRA	6607	130940	0.18	70.87	28341	35.5482
3	2001	WAHANA PONIX	9341	37933	0.2	55.95	6211	29.179
4	2001	SIANTAR TOP	22656	205258	3.04	64.05	46140	25.3999
5	2001	GUDANG GARAM	169737	6111108	3.64	72.12	3182395	20.2054
6	2001	SURYA	4764	129779	1.4	68.6	25267	33.7238
7	2001	LAUTAN LUAS	196642	346405	3.64	63.03	41001	26.1609
8	2001	DUTA PERTIWI	151	105893	7.17	69.67	24602	22.9082
9	2001	KARUNIA KAPUAS	59481	137300	16.28	51	17503	17.2362
10	2001	BERLIANA	10973	97219	23.31	51.4	39910	18.7614
11	2001	DYNAPLAST	55148	218139	18.34	30.17	48793	14.5907
12	2001	KEDAUNG INDAH	60536	123518	4.6	42.25	24543	17.0444
13	2001	BRANTA MULIA	1059997	396490	18.7	30.99	34958	9.6519
14	2001	INTRACO PENTRA	249203	99906	6.47	36.58	8120	14.3519
15	2001	PRIMA ALLOY	30727	26338	9.7	70	2796	28.216
16	2002	SIANTAR TOP	27225	239051	6.28	60.39	32852	25.8771
17	2002	GUDANG DARAM	191400	8198192	1.75	72.12	2985092	26.4947
18	2002	H.M SANPOERNA	2406780	4161567	6.72	42.06	2218486	22.7104
19	2002	SUNSON	317289	260760	7.98	57.37	16369	22.6796
20	2002	TIRTA MAHAKAM	23865	119075	0.44	64.3	15261	18.3332
21	2002	LAUTAN LUAS	196612	389915	3.54	63.33	72157	26.2673
22	2002	BERLIANA	19039	112846	23.4	56.42	56047	18.3887
23	2002	DYNAPLAST	40163	251203	0.33	33.34	54.35	18.7042
24	2002	TRIAS SENTOSA	128534	339228	5.17	34.36	10798	19.8826
25	2002	TIRA AUSTERITE	6357	60010	0.89	48.4	6062	16.2281
26	2002	ARWANA CITRA	88685	67004	18.28	58.95	13986	15.872
27	2002	MULTI AGRO	14988	79290	11.4	65.99	13802	8.0679
28	2002	BRANTA MULIA	986650	467429	18.7	63.4	134132	5.5537
29	2002	INTRACO PENTRA	330767	113513	6.47	65.99	16878	14.3468
30	2002	NPRESS	74332	4130	29.62	37.11	14038	14.374
31	2002	PRIMA ALLOY	162156	27225	9.7	70	373	28.2175
32	2002	SELAMAT	115249	331125	1.91	68.02	92450	30.0127
33	2002	Astra Argo	831256	1146233	1.3	64.7	151099	25.2156
34	2002	DARMA SAMUDRA	8587	146651	0.18	68.51	24765	34.2099
35	2002	WAHANA	6534	73266	0.2	55.95	8125	29.1733
36	2003	SIANTAR TOP	31568	269316	6.28	65.5	43169	25.8771
37	2003	GUDANG DARAM	215936	9709701	1.74	72.12	3006712	26.4893
38	2003	H.M SANPOERNA	2299268	5200893	2.69	35.85	2566802	11.6154
39	2003	SUNSON	270384	280925	10.47	57.37	40138	22.732

84	2005	BERLIANA	183293	142607	23.34	51.42	30902	18.7629
85	2005	LAPINDO	374	26440	0.45	38.75	1638	26.3626
86	2005	TIRA AUSTERITE	27707	69138	2.02	46.19	17857	16.8717
87	2005	METRO DATA	51320	234152	0.41	33.07	34892	46.4939
88	2005	BRANTA MULIA	986650	467429	18.7	63.4	134132	5.5537
89	2005	INTRACO PENTRA	331374	136228	9.77	36.58	9897	14.6322
90	2005	PRIMA ALLOY	92305	124954	5.91	45.24	17541	18.7097

**Keterangan:**

- HJK : Hutang jangka panjang (dalam jutaan rupiah)  
EQ : Shareholder equity (dalam jutaan rupiah)  
INSDR : Kepemilikan saham pihak insider  
INST : Kepemilikan saham pihak institusi  
EBIT : Laba sebelum pajak dan bunga  
Sdv : Standar deviasi pemegang saham



## Lampiran 2

## Data Sampel Setelah Diolah

NO	THN	PERSAHAHAAN	DR HT/HT+EQ	INSDR	INST	SDP 1/Sdv
1	2001	ASTRA ARGO	0.46353397	0.0556	0.64	5.343222
2	2001	DARMA SAMUDRA	0.04803449	0.0018	0.7087	3.445306
3	2001	WAHANA PONIX	0.197592757	0.002	0.5595	3.958076
4	2001	SIANTAR TOP	0.099405916	0.0304	0.6405	4.312799
5	2001	GUDANG GARAM	0.027024548	0.0364	0.5212	5.238098
6	2001	SURYA	0.035408754	0.014	0.686	3.631702
7	2001	LAUTAN LUAS	0.36210862	0.0364	0.6303	4.792141
8	2001	DUTA PERTIWI	0.001423937	0.0717	0.6967	6.420669
9	2001	KARUNIA KAPUAS	0.302270036	0.1628	0.51	6.355461
10	2001	BERLIANA	0.101421547	0.2331	0.514	6.154679
11	2001	DYNAPLAST	0.201795182	0.1834	0.4017	7.32692
12	2001	KEDAUNG INDAH	0.328903474	0.046	0.4225	6.435338
13	2001	BRANTA MULIA	0.727776492	0.187	0.3899	6.457529
14	2001	INTRACO PENTRA	0.713825768	0.0647	0.3658	4.378916
15	2001	PRIMA ALLOY	0.538456146	0.097	0.5503	3.962185
16	2002	SIANTAR TOP	0.102243537	0.0628	0.4539	4.462254
17	2002	GUDANG DARAM	0.022813982	0.0175	0.7212	4.14776
18	2002	H.M SANPOERNA	0.366420958	0.0672	0.4206	4.37564
19	2002	SUNSON	0.548896374	0.0798	0.5537	4.38118
20	2002	TIRTA MAHAKAM	0.166958164	0.0044	0.643	6.098416
21	2002	LAUTAN LUAS	0.335213895	0.0354	0.6333	4.170368
22	2002	BERLIANA	0.144360617	0.234	0.5642	6.323151
23	2002	DYNAPLAST	0.137843812	0.0033	0.3334	5.774772
24	2002	TRIAS SENTOSA	0.27478504	0.0517	0.3436	5.69528
25	2002	TIRA AUSTERITE	0.095785556	0.0089	0.484	6.657125
26	2002	ARWANA CITRA	0.569629197	0.1828	0.5895	6.90174
27	2002	MULTI AGRO	0.158976644	0.114	0.609	7.381817
28	2002	BRANTA MULIA	0.678539474	0.187	0.634	5.689933
29	2002	INTRACO PENTRA	0.744501215	0.0647	0.6199	7.792896
30	2002	NPRESS	0.947363055	0.2962	0.4711	7.437377
31	2002	PRIMA ALLOY	0.856242178	0.097	0.5	3.962185
32	2002	SELAMAT	0.258189321	0.0191	0.5802	3.644567
33	2002	Astra Argo	0.420359355	0.013	0.647	3.965799
34	2002	DARMA SAMUDRA	0.055315065	0.0018	0.4851	4.130542
35	2002	WAHANA	0.081879699	0.002	0.5595	5.215586
36	2003	SIANTAR TOP	0.10491751	0.0628	0.655	4.462254
37	2003	GUDANG DARAM	0.02175538	0.0174	0.6212	4.135427
38	2003	H.M SANPOERNA	0.306562486	0.0269	0.3585	5.201074

39	2003	SUNSON	0.490440025	0.1047	0.5737	4.865896
40	2003	PAN BROTHER	0.270248501	0.0596	0.4725	7.019416
41	2003	LAUTAN LUAS	0.344419454	0.0364	0.6303	4.187342
42	2003	BERLIANA	0.243797321	0.2334	0.5142	6.154149
43	2003	INTI INDAH	0.059732682	0.0013	0.6237	4.240954
44	2003	SUMMIT PLAST	0.047555894	0.0189	0.6707	5.355957
45	2003	TRIAS SENTOSA	0.295375248	0.0517	0.4301	5.864449
46	2003	TIRA AUSTERITE	0.297728478	0.0089	0.485	6.656948
47	2003	ARWANA CITRA	0.378057116	0.1107	0.4106	9.870986
48	2003	ASTRA ARGO	0.384029221	0.0336	0.639	3.666751
49	2003	WAHANA	0.017586955	0.0023	0.6131	4.947801
50	2003	CENTRAL	0.000560922	0.14	0.48	5.238537
51	2003	ERATEX	0.67332678	0.1488	0.176	5.226162
52	2004	SIANTAR TOP	0.11504198	0.0818	0.7039	4.679173
53	2004	GUDANG DARAM	0.027508165	0.0174	0.6632	4.135427
54	2004	H.M SANPOERNA	0.301323709	0.0197	0.4478	5.383783
55	2004	SUNSON	0.418955035	0.104	0.5737	4.574335
56	2004	PAN BROTHER	0.038160342	0.1377	0.3463	6.006547
57	2004	LAUTAN LUAS	0.552123587	0.0364	0.6303	4.187342
58	2004	BERLIANA	0.196068282	0.2334	0.5142	6.154149
59	2004	SUMMIT PLAST	0.066267664	0.006	0.6688	11.43341
60	2004	TIRA AUSTERITE	0.546099728	0.0089	0.485	6.387572
61	2004	INTRACO PENTRA	0.587186945	0.033	0.6651	7.123217
62	2004	NPRESS	0.362942821	0.2854	0.3711	7.315985
63	2004	PRIMA ALLOY	0.485854687	0.0591	0.5154	5.854938
64	2004	SELAMAT	0.256953686	0.019	0.6202	3.630977
65	2004	PYRIDAM	0.004084646	0.2308	0.5389	5.777375
66	2004	WAHANA	0.1473833	0.0023	0.6131	4.958645
67	2004	CENTRAL	0.000195035	0.14	0.48	5.238564
68	2004	ENERGI	0.153359507	0.0802	0.6198	6.844252
69	2004	ANEKA KIMIA	0.014737318	0.0047	0.7335	4.085652
70	2005	WAHAN PONIX	0.054472091	0.0023	0.6131	5.188579
71	2005	ENERGI MEGA	0.792605087	0.0802	0.6198	7.652163
72	2005	SIANTAR TOP	0.116477391	0.0628	0.6611	4.712513
73	2005	GUDANG GARAM	0.030807705	0.0174	0.608	4.135427
74	2005	H.M SAMPOERNA	0.350528613	0.0197	0.3241	5.105818
75	2005	HANSON	0.197137594	0.023	0.1076	4.220282
76	2005	PAN BROTHER	0.036283335	0.1377	0.3272	5.701352
77	2005	AKR	0.042915171	0.0013	0.6324	3.660603
78	2005	LAUTAN LUAS	0.392512279	0.0364	0.633	4.187342
79	2005	SORINI	0.046194617	0.0005	0.5824	4.318684
80	2005	DUTA PERTIWI	0.0758773	0.05	0.4967	5.209934
81	2005	EKA DHARMA	0.011302983	0.0635	0.5326	3.874707
82	2005	ANEKA KEMAS	0.028522859	0.0065	0.6457	4.326139

83	2005	ARGHA KARYA	0.470318193	0.0715	0.4298	7.196419
84	2005	BERLIANA	0.562420988	0.2334	0.5142	6.154149
85	2005	LAPINDO	0.013947938	0.0045	0.3875	4.380067
86	2005	TIRA AUSTERITE	0.28609634	0.0202	0.4619	6.49279
87	2005	METRO DATA	0.179772447	0.0041	0.3307	4.173257
88	2005	BRANTA MULIA	0.678539474	0.187	0.634	7.965779
89	2005	INTRACO PENTRA	0.708666772	0.0977	0.3658	7.123268
90	2005	PRIMA ALLOY	0.424861571	0.0591	0.4524	5.854938



## Lampiran 3

## STATISTIK DESKRIPTIF

## Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DR	90	.00	.95	.2758	.2402
INSDR	90	.00	.30	7.223E-02	7.522E-02
INST	90	.11	.73	.5326	.1229
SDP	90	3.45	11.43	5.4325	1.4303
Valid N (listwise)	90				

## UJI NORMALITAS

## One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		DR	INSDR	INST	SDP
N		90	90	90	90
Normal Parameters <sup>a, b</sup>	Mean	.2758	-3.4116	.5326	5.4325
	Std. Deviation	.2402	1.5313	.1229	1.4303
Most Extreme Differences	Absolute	.126	.118	.141	.118
	Positive	.124	.078	.075	.118
	Negative	-.126	-.118	-.141	-.093
Kolmogorov-Smirnov Z		1.191	1.121	1.341	1.118
Asymp. Sig. (2-tailed)		.117	.162	.055	.164

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

## Lampiran 5

### Hasil Regresi

#### Descriptive Statistics

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
DR	.2758	.2402	90
INSDR	-3.4116	1.5313	90
INST	.5326	.1229	90
SDP	5.4325	1.4303	90

#### Correlations

Correlations

		DR	INSDR	INST	SDP
Pearson Correlation	DR	1.000	.444	-.185	.273
	INSDR	.444	1.000	-.227	.362
	INST	-.185	-.227	1.000	-.163
	SDP	.273	.362	-.163	1.000
Sig. (1-tailed)	DR	.	.000	.040	.005
	INSDR	.000	.	.016	.000
	INST	.040	.016	.	.062
	SDP	.005	.000	.062	.
N	DR	90	90	90	90
	INSDR	90	90	90	90
	INST	90	90	90	90
	SDP	90	90	90	90

### Variables Entered/Removed

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SDP, INST, INSDR <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DR

### Model Summary

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.466 <sup>a</sup>	.217	.190	.2162	1.650

a. Predictors: (Constant), SDP, INST, INSDR

b. Dependent Variable: DR

### Anova

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.115	3	.372	7.958	.000 <sup>a</sup>
	Residual	4.018	86	4.672E-02		
	Total	5.133	89			

a. Predictors: (Constant), SDP, INST, INSDR

b. Dependent Variable: DR

## Coefficients

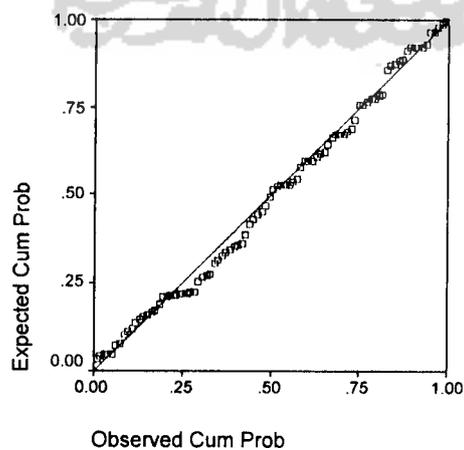
		Coefficients				Collinearity Statistics		
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	.451	.161		2.794	.006		
	INSDR	.990E-02	.016	.382	3.669	.000	.840	1.191
	INST	-.154	.192	-.079	-.799	.426	.941	1.063
	SDP	.044E-02	.017	.122	1.185	.239	.862	1.160

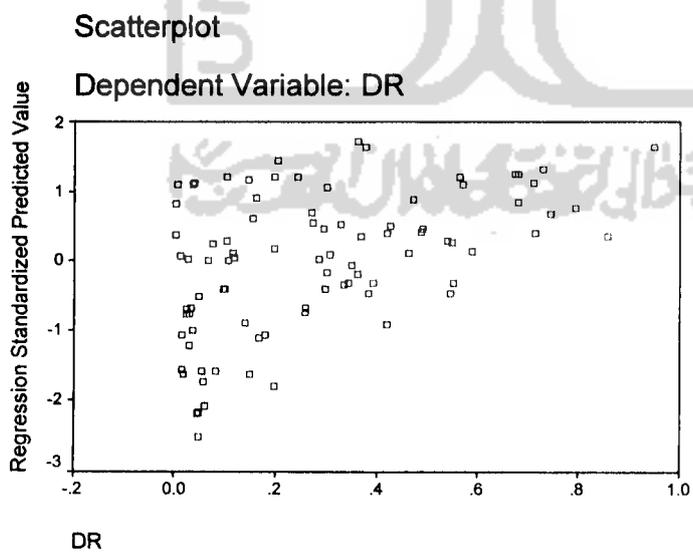
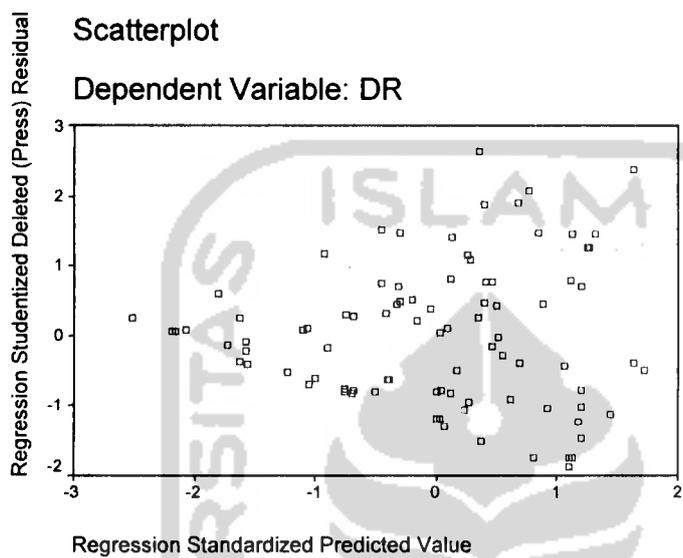
a. Dependent Variable: DR

## Chart

Normal P-P Plot of Regression Stand

Dependent Variable: DR





# PT Gudang Garam Tbk.

Tobacco Manufactures

Head Office  
 Jl. Semampir II/1  
 Kediri 64121, Jawa Timur  
 Phone (0354) 682-091-682-097  
 Fax (0354) 681-555  
 Telex 31456 GGARAM KD

Jakarta Rep. Office  
 Jl. Jenderal A. Yani 79  
 Jakarta 10510  
 Phone (021) 420-2460, 420-0579  
 Fax (021) 421-2024  
 Telex 49475 GGARAM IA

Surabaya Rep. Office  
 Jl. Pengenal 7-15, Surabaya 60174  
 Phone (031) 545-1701, 545-1721  
 Fax (031) 531-0592

Factory  
 Business  
 Company Status  
 Jl. Semampir II/1, Kediri, Jawa Timur  
 Cigarettes  
 PMDN

## PT Gudang Garam Tbk.

**Company News:** The company is set to start production of low tar cigarettes, but due to falling demand has yet to show any interest in producing non-clove flavored cigarettes.

**Financial Performance:** In fiscal 2001, the Company succeeded in booking net earnings at Rp 2.087 trillion, representing downturn of 6.95%. Lower earnings performance came as a result of increased interest expense, up Rp 293.090 billion from the previous year.

**Brief History:** The company began as a small entrepreneurial venture established in 1971 at Kudus, East Java. The company's products consist of three types, namely, cigarettes rolled in corn husk paper under three brand names, hand-rolled cigarettes under nine brand names, and machine-rolled cigarettes under six brand names, four of which are considered premium brands, namely Gudang Garam International, Surya 16, 10 packs Gudang Garam Merah, and the 12 packs Gudang Garam Merah. The company has installed a capacity of 105 billion cigarettes per year, includes 90 billion cigarettes machine rolled and 15 billion cigarette manufacture by hand using and enjoys a 49% market share for clove flavored cigarettes in Indonesia in 1997. In 1998 its market share decline to 39%. Its main distribution channels are 3 major distributors, namely, PT Surya Bhakti Utama, PT Surya Kerta Bhakti, and Surya Jaya Bhakti. In 1993 the company received a US\$ 60 million syndicated loan from Singapore Banks, in order to increase its production capacity. Now capacity production has risen from 2,500 sticks to 12,000 sticks per minute. In 1994 exports reached 3.3 billion sticks, some 4% of its total sales. In 1994 the company increased its stake in PT Surya Pamenang, a packaging manufacturer, from 79% to 100% share. The company with 30% shares, PT Inhutani III with 40% shares and Enso Finlandia with 30% shares are set to cooperate in timber estate development. On 1996, these corporation developed 10,000 ha for industrial forest estate use, with development financing of Rp 260 billion. Early February 1997, the company hit buy an embezzlement conducted by its former Head of the Financial Department of the company representative office at Surabaya. Because of this embezzlement, the amount of losses was up to Rp 8.5 billion which then covered by the eight founders of the company. There were a number of important changes to both the Board of Commissioners and the Board of Directors in 2000, Rachman Halim was elected President Commissioner and Djajusman Surjowijono has been appointed President Director at the last shareholders meeting.

## Shareholders

PT Suryaduta Investama	66.80%
PT Suryamitra Kusuma	5.32%
Rachman Halim	0.94%
Juni Setiawati Wonowidjojo	0.52%
Susilo Wonowidjojo	0.29%
Public	26.13%

## Summary of Financial Statement

	1999	2000	2001
(million rupiah)			
<b>Total Assets</b>	8,076,916	10,843,195	13,448,124
<b>Current Assets</b>	6,666,280	9,130,444	11,123,218
of which			
Cash on hand and in banks	1,080,734	201,875	237,848
Trade receivables	1,194,404	1,642,503	1,607,293
Inventories	4,250,502	7,197,500	9,103,779
Investments	14,360	6,439	6,439
Fixed Assets-Net	1,379,508	1,626,388	2,191,955
Other Assets	16,768	79,924	126,502
<b>Liabilities</b>	2,283,367	4,732,087	5,249,932
<b>Current Liabilities</b>	2,143,787	4,562,345	5,058,526
of which			
Short-term debt	248,500	2,731,973	3,062,456
Trade payable	192,225	331,693	272,221
Taxes and excise payable	1,583,339	1,128,702	1,374,166
Long-term Liabilities	139,576	169,737	191,400
Minority Interests in Subsidiaries	4	5	6
<b>Shareholders' Equity</b>	5,793,549	6,111,108	8,198,192
Paid-up capital	962,044	962,044	962,044
Paid-up capital in excess of par value	53,700	53,700	53,700
Retained earnings	4,777,805	5,095,364	7,182,448
<b>Net Sales</b>	12,694,605	14,964,674	17,970,450
Cost of Goods Sold	8,943,319	10,837,213	13,519,452
Gross Profit	3,751,286	4,127,461	4,450,998
Operating Expenses	738,891	872,798	1,061,021
Operating Profit	3,012,395	3,254,663	3,389,977
Other Income (Expenses)	144,212	(72,268)	(404,885)
Profit before Taxes	3,156,607	3,182,395	2,985,092
Profit after Taxes	2,276,632	2,243,215	2,087,361
<b>Per Share Data (Rp)</b>			
Earnings per Share	1,183	1,166	1,085
Equity per Share	3,011	3,176	4,261
Dividend per Share	500	500	300
Closing Price	16,725	13,000	8,650
<b>Financial Ratios</b>			
PER (x)	14.14	11.15	7.97
PBV (x)	5.55	4.09	2.03
Dividend Payout (%)	42.26	42.89	27.65
Dividend Yield (%)	2.99	3.85	3.47
<b>Current Ratio (x)</b>	3.11	2.00	2.20
Debt to Equity (x)	0.39	0.77	0.64
Leverage Ratio (x)	0.28	0.44	0.39
Gross Profit Margin (x)	0.30	0.28	0.25
Operating Profit Margin (x)	0.24	0.22	0.19
Net Profit Margin (x)	0.18	0.15	0.12
Inventory Turnover (x)	2.10	1.51	1.49
Total Assets Turnover (x)	1.57	1.38	1.34
ROI (%)	28.19	20.69	15.52
ROE (%)	39.30	36.71	25.46

PER = 9.72x ; PBV = 2.48x (June 2002)

Financial Year: December 31

Public Accountant: Siddharta Siddharta & Harsono

**Board of Commissioners**

*President Commissioner* Rachman Halim  
*Commissioners* Juni Setiawati Wonowidjojo,  
 Yudiono Muktiwidjojo, Frank W. van Gelder

**Board of Directors**

*President Director* Djajusman Surjowijono  
*Vice President Directors* Susilo Wonowidjojo, Mintarya  
*Directors* Haji Rinto Harno,  
 Hadi Soetirto, Gabriel Tasman,  
 Heru Budiman, Albertus Setiawan Tjahjadi  
 Mintarjo Widya, Djohan Harijono

*Number of Employees* 41,387

**NoType of Listing**

	Listing Date	Trading Date	Number of Shares per Listing	Total Listed Shares
1 First Issue	27-Aug-90			
2 Partial Listing	27-Aug-90	27-Aug-90	57,807,800	57,807,800
3 Founders Shares	31-May-94	27-Feb-91	38,396,600	96,204,400
4 Koperasi	31-May-94	31-May-94	375,197,600	471,402,000
5 Stock Split	03-Jun-96	31-May-94	9,620,000	481,022,000
6 Bonus Shares	04-Jun-96	03-Jun-96	481,022,000	962,044,000
		05-Jun-96	962,044,000	1,924,088,000

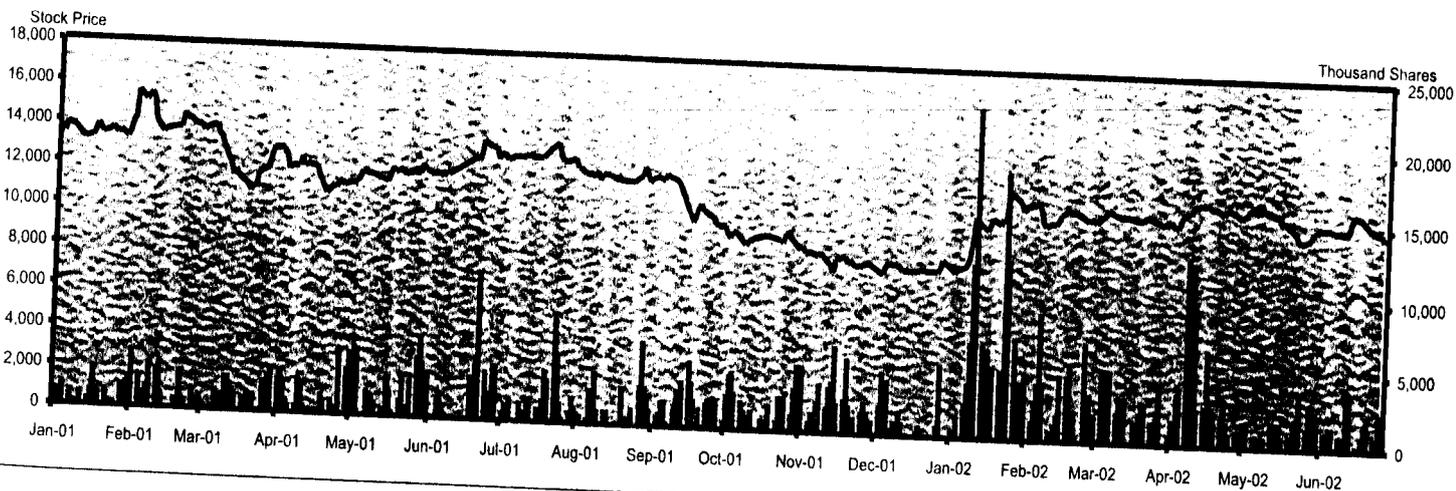
**Underwriters**

PT (Persero) Danareksa, PT MERINCORP

**Stock Price, Frequency, Trading Days, Number and Value of Shares Traded and Market Capitalization**

Month	Stock Price			Frequency	Trading Day	Shares Traded		Market Capitalization (Rp Million)
	High (Rp)	Low (Rp)	Close (Rp)			Volume (Thousand Shares)	Value (Rp Million)	
January-01	14,100	12,950	14,000	6,689	22	23,574.63	319,991.88	1,924,088,000
February-01	15,900	13,500	13,950	10,460	20	37,956.64	546,082.97	1,924,088,000
March-01	14,150	10,300	12,950	10,665	20	32,450.63	397,461.74	1,924,088,000
April-01	13,200	10,750	11,450	8,680	20	30,421.00	365,400.67	1,924,088,000
May-01	12,550	11,450	12,200	14,016	21	56,315.52	675,366.11	1,924,088,000
June-01	13,800	11,800	13,200	14,559	20	62,006.83	800,167.36	1,924,088,000
July-01	14,100	12,500	12,550	9,891	22	40,818.25	540,106.22	1,924,088,000
August-01	12,700	11,600	12,200	9,702	22	39,805.00	485,492.37	1,924,088,000
September-01	12,500	9,900	10,000	10,925	20	40,290.50	443,314.68	1,924,088,000
October-01	10,100	8,800	9,000	8,687	22	40,260.90	378,741.11	1,924,088,000
November-01	9,150	7,950	8,300	9,920	22	53,243.30	457,118.62	1,924,088,000
December-01	8,650	7,950	8,650	4,102	15	28,103.10	232,040.81	1,924,088,000
January-02	8,150	11,400	11,400	23,408	22	135,846.50	1,446,608.85	1,924,088,000
February-02	11,900	10,450	10,950	10,933	18	67,990.50	757,158.79	1,924,088,000
March-02	11,650	10,750	10,950	7,210	18	55,815.21	623,538.00	1,924,088,000
April-02	12,300	10,650	11,450	14,254	22	89,119.11	1,035,374.42	1,924,088,000
May-02	11,850	10,050	10,850	6,443	22	36,549.00	396,709.89	1,924,088,000
June-02	11,700	10,350	10,550	5,690	20	34,462.09	376,894.16	1,924,088,000

**Stock Price and Traded Chart**



# PT TEXMACO JAYA Tbk. (PT TEXMACO JAYA)

Textile Mill Products

## Head Office

Seraya Mulia, 10<sup>th</sup> Floor, Suite 1008  
Jl. H. R. Rasuna Said Kav. X-6 No. 8  
Jakarta 12940  
Phone (021) 522-9390, 252-0656  
Fax (021) 522-9380, 522-9220  
E-mail: tunaryo@texmaco.co.id

## Factories

- Desa Beji, Kecamatan Taman  
Kabupaten Pemalang, Jawa Tengah  
Phone (0284) 322-444  
Fax (0284) 321-151  
- Desa Kiarapayung, Kecamatan Klari  
Kabupaten Karawang, Jawa Barat  
Phone (0267) 432-300  
Fax (0267) 432-307

## Business

### Company Status

Textile  
PMDN

**Financial Performance:** The company succeeded in reducing net loss in 2002 to Rp 168 billion from Rp 255 billion in 2001. One factor contributing to that performance was from gain on foreign exchange rate at Rp 71.297 billion, which last year booked loss at Rp 56.751 billion.

**Brief History:** In 1991 the company became a subsidiary of PT Polysindo Eka Perkasa. The company has two production units, located in Pemalang, Central Java and Karawang, West Java. The company produces georgette, spun and microfibrant fabrics, as well as suiting material. The raw materials used to make those fabrics come from its parent company, PT Polysindo Eka Perkasa. The company uses airjet and waterjet rapier looms to produce fabrics. As of 1995 the company had a weaving capacity of 60 millions yards of textile fabric per annum, and finishing capacity of 108 million yards per annum. The company is currently engaged in an expansion program to increase the weaving capacity to 97 million yards and finishing capacity to 228 million yards. Commercial production of the expanded capacity is extended to start in stages, starting from the second half of 1996. The company sells its georgette and spun fabrics under the brand name of Silkra and suitings under the name of Symphony. The company's products are exported to 60 countries in North America, Europe, Asia-Pacific, South America and Africa. In 1997, the company plans to build a US\$ 575 million weaving mill on 200 hectare site in East Timor, which is expected to provide employment to local people. Initially the mill will operate 50 looms producing mainly the East Timor traditional cloths, known as TAIS. Construction is scheduled to begin during the 2nd half of 1997.

## Summary of Financial Statement

	(million rupiah)		
	2000	2001	2002
<b>Total Assets</b>	1,194,266	1,160,862	1,077,940
Current Assets	452,388	498,427	489,122
of which			
Cash on hand and in banks	20,795	83,279	8,042
Trade receivables	158,066	180,909	200,800
Inventories	224,350	189,839	225,473
Fixed Assets-Net	662,239	581,092	503,377
Other Assets	79,639	81,344	85,440
<b>Liabilities</b>	1,565,410	1,787,471	1,872,689
Current Liabilities	1,114,555	1,325,308	1,161,587
of which			
Bank borrowings	332,186	352,262	311,029
Trade payable	328,475	517,472	461,917
Current maturities			
of long-term debt	19,939	21,498	26,782
Long-term Liabilities	450,787	462,088	711,023
Minority Interests in Subsidiaries	68	75	79
<b>Shareholders' Equity</b>	(371,144)	(626,609)	(794,750)
Paid-up capital	180,000	180,000	180,000
Paid-up capital			
in excess of par value	(2,450)	(2,450)	(2,450)
Retained earnings (accumulated loss)	(548,694)	(804,159)	(972,300)
<b>Net Sales</b>	827,528	842,957	684,701
Cost of Goods Sold	872,708	875,398	738,056
Gross Profit (Loss)	(45,180)	(32,441)	(53,355)
Operating Expenses	153,883	199,084	159,118
Operating Profit (Loss)	(199,063)	(231,525)	(212,472)
Other Income (Expenses)	(196,758)	(65,261)	39,557
Profit (Loss) before Taxes	(395,821)	(296,787)	(172,915)
Profit (Loss) after Taxes	(337,835)	(255,464)	(168,141)
<b>Per Share Data (Rp)</b>			
Earnings (Loss) per Share	(938)	(710)	(467)
Equity per Share	(1,031)	(1,741)	(2,208)
Dividend per Share	-	-	-
Closing Price	3,000	2,950	2,950
<b>Financial Ratios</b>			
PER (x)	-3.20	-4.16	-6.32
PBV (x)	-2.91	-1.69	-1.34
Dividend Payout (%)	-	-	-
Dividend Yield (%)	-	-	-
Current Ratio (x)	0.41	0.38	0.42
Debt to Equity (x)	n.a.	n.a.	n.a.
Leverage Ratio (x)	1.31	1.54	1.74
Gross Profit Margin (x)	n.a.	n.a.	n.a.
Operating Profit Margin (x)	n.a.	n.a.	n.a.
Net Profit Margin (x)	n.a.	n.a.	n.a.
Inventory Turnover (x)	3.89	4.61	3.27
Total Assets Turnover (x)	0.69	0.73	0.64
ROI (%)	-28.29	-22.01	-15.60
ROE (%)	-91.03	-40.77	-21.16

PER = -6.32x ; PBV = -1.34x (June 2003)

Financial Year: December 31

Public Accountant: Hendrawinata & Co.

## Shareholders

PT Polysindo Eka Perkasa Tbk  
Public

92.00%  
8.00%

**Board of Commissioners**

President Commissioner Slamet Nugroho  
Commissioners Arumugam, Ibrahim Zarkasi

**Board of Directors**

President Director Vasudevan Ravishankar  
Directors Jutti Chandra Suresh, Eduard Paul Tumbuan, MBA

Number of Employees 5,299

No	Type of Listing	Listing Date	Trading Date per Listing	Number of Shares Shares	Total Listed
1	First Issue	10-Mar-94	10-Mar-94	20,000,000	20,000,000
2	Company Listing	10-Mar-94	09-Oct-94	80,000,000	100,000,000
3	Stock Split	04-Apr-95	04-Apr-95	100,000,000	200,000,000
4	Bonus Shares & Dividend Shares	18-Apr-95	18-Apr-95	160,000,000	360,000,000

**Underwriter**

PT Sirca Datarpo Perdana

**Stock Price, Frequency, Trading Days, Number and Value of Shares Traded and Market Capitalization**

Month	Stock Price			Frequency	Trading Day	Volume (Thousand Shares)	Value (Rp Million)	Shares	Market Capitalization (Rp Million)
	High (Rp)	Low (Rp)	Close (Rp)						
January-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
February-02	2,950	2,900	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
March-02	2,950	2,900	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
April-02	2,950	2,900	2,950	1	1	0.40	1.18	360,000,000	1,062,000.00
May-02	2,950	2,900	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
June-02	2,950	2,900	2,950	4	3	304.10	882.07	360,000,000	1,062,000.00
July-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
August-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
September-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
October-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
November-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
December-02	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
January-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
February-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
March-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
April-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
May-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00
June-03	2,950	2,950	2,950	0	0	0.00	0.00	360,000,000	1,062,000.00

**Stock Price and Traded Chart**

