

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN :
SEBUAH PERSPEKTIF THEORY AGENCY**



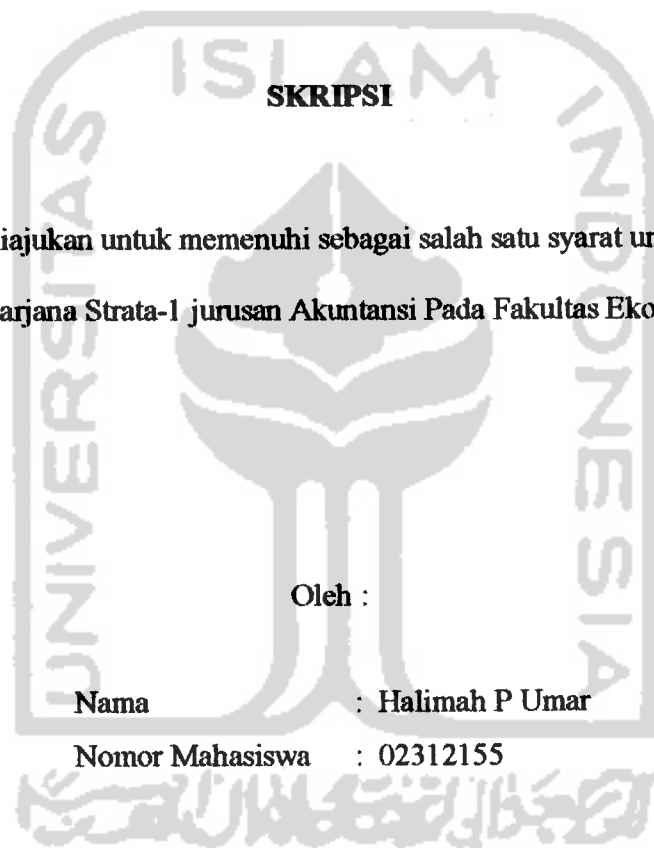
Oleh :

Nama : Halimah P Umar

Nomor Mahasiswa : 02312155

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN :
SEBUAH PERSPEKTIF THEORY AGENCY**



Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai
derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi Pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

Nama : Halimah P Umar

Nomor Mahasiswa : 02312155

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA
2006**

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis 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/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.”



Yogyakarta, 9 Juni 2006

Penyusun,

(Halimah P Umar)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

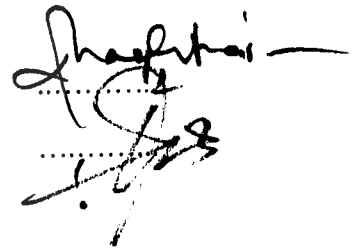
**Pengaruh Kepemilihan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional
Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah perspektif Theori
Agency**

Disusun Oleh: HALIMAH P. UMAR
Nomor mahasiswa: 02312155

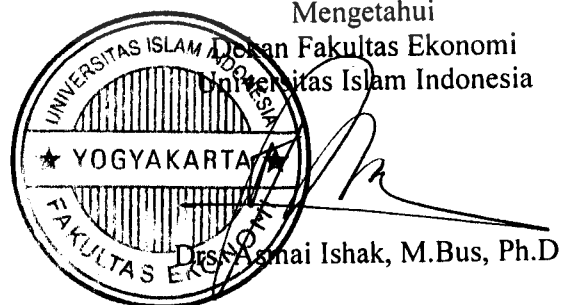
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS
Pada tanggal : 17 Juli 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Drs. Arief Bachtiar, MSA, Ak

Penguji : Dra. Primanita Setyono, MBA, Ak



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



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

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN :
SEBUAH PERSPEKTIF THEORY AGENCY**



Hasil Penelitian

diajukan oleh :

Nama : Halimah P Umar
Nomor Mahasiswa : 02312155
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal 09/06/06

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Arief Bachtiar', with a long horizontal line extending to the right.

(Arief Bachtiar, Drs, MSA, Ak)

MOTTO

**“Tindakan-tindakan dan program-program merupakan
cerminan pikiran kita”**

**“Agar kita tidak dilupakan bila telah mati, tulislah sesuatu yang bermanfaat
untuk dibaca atau buatlah sesuatu yang bermanfaat untuk ditulis”**

**“Tidak ada kesuksesan sejati tanpa penolakan, semakin banyak penolakan yang
kita alami, semakin unggul, semakin banyak belajar, dan semakin dekat dengan
harapan kita”**

HALAMAN PERSEMBAHAN

Seiring rasa syukur kupersembahkan skripsi ini kepada :

- ❖ *Bapak dan Mama tercinta yang paling kusayangi yang selalu mendoakan dan mendukungku. Dan Keluarga besar Pua Umar Ala serta keluarga besar Ngalupolo, kasih sayang dan kebahagiaanku kudapatkan bersama kalian.*
- ❖ *Sahabat-sahabat kampusku dan saudara-saudaraku di Yasmine.*
- ❖ *Seseorang yang kusayangi dan menjadi sahabat dalam jiwa dan hidupku kelak.*

KATA PENGANTAR

Assalamu 'alaikum Wr. Wb

Alhamdulillah puji dan syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, karena atas karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi ini dengan judul **“Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan kepemilikan Institusional pada kebijakan hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency”**. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Pada kesempatan ini penulis menyampaikan rasa terimakasih sedalam-dalamnya kepada semua pihak yang telah membantu dan mendorong bagi kelancaran penulisan skripsi. Rasa terimakasih penulis sampaikan kepada :

1. Allah SWT yang telah memberikan karunia yang tak terhingga.
2. Bapak Drs. Asmai Ishak, M.Bus., Ph.D. selaku Dekan FE UII.
3. Bapak Arief Bachtiar, Drs, MSA, Ak. selaku dosen pembimbing skripsi yang banyak memberikan koreksi dan masukan dengan penuh kesabaran dan perhatian kepada penulis selama penyusunan skripsi.
4. Ibu Dra. Isti Rahayu, M.Si., Ak. selaku Dosen Pembimbing Akademik.
5. Para pengajar beserta staf di Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat kepada penulis selama menempuh studi di Fakultas Ekonomi UII.

6. Bapak dan Mama tercinta yang selalu mendoakan dan mendukung serta memberikan nasehat bagi penulis agar berhasil menyelesaikan studi.
7. Keluargaku yang dirumah: adeku Fadlin Umar, Bagio, Nona, Rahmatia, Bi Ia, Bi Ida. Di rumah mungkin akan terasa hampa tanpa kalian semua.
8. Keluarga besar Pua Umar Ala: Bapak Besar sekeluarga , Mama baba, Mama Asri sekeluarga, Mafai sekeluarga, Bi Lea sekeluarga, Nenek Bite sekeluarga; dan Keluarga besar Ngalupolo: Opa dan Oma sekeluarga, Rahayu sekeluarga, Om Leo sekeluarga dan keluarga Pulau ende, Kotaratu serta anggota keluarga lain yang tidak disebutkan, terimakasih telah membantu baik materil maupun spiritual dan menasehatiku demi kelancaran studi selama ini.
9. Sahabat-sahabatku di kampus: Amalia, Luviana, Trikhania, Rini, Tuti, Wiwid, kalian adalah teman seperjuanganku selama kuliah yang telah memberikan dukungan. Dan teman-temanku di kampus: Mekar, Citra, Onji, Ella, Ambar, Ajeng, Yuni, Rina-Rini dan teman-teman Kelas B Akuntansi 2002 dan seluruh Mahasiswa akuntansi 2002 terima kasih atas kebersamaannya selama ini.
10. Teman-teman Yasmine: sister Erwinda, M'Ruly (terimakasih atas bimbingan statistiknya selama skripsi), Rafika, dek Fitri, Emanem, Dewi, Erin, M'Yun, M'Novi, Ika, Reny, M'Nur, M'Ratna, Uun, Fitri, Ida, Ima, Rey, Tanti, Anik, kalian adalah saudaraku di jogja yang tak kulupakan.
11. Teman-teman Gemblez di Kuliah Kerja Nyata angkatan ke-30 unit 100 di Berbah: Rahmah, Wandu, Fery , Dony, Dana, Weny, Yasir, Iip, Arsih, Suci, Fahmi, kapan-kapan kita reunion dan jalan-jalan lagi.

Semoga bantuan dan amal baik semua pihak yang telah disampaikan di atas mendapatkan balasan dari Allah SWT. Penulis berharap bahwa hasil-hasil penelitian yang telah disusun dapat memberikan sumbangan terhadap ilmu pengetahuan dan semoga berguna bagi pembaca. Penulis menyadari bahwa skripsi ini jauh dari sempurna, untuk itu segala kritik dan saran yang membangun sangat penulis harapkan.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb.

Yogyakarta, Juni 2006

Pemulis

Halimah P Umar

DAFTAR ISI

	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pengajuan Judul	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme	iii
Halaman Berita Acara	iv
Halaman Pengesahan	v
Halaman Motto	vi
Halaman Persembahan	vii
Kata Pengantar	viii
Daftar Isi	xi
Daftar Tabel	xiv
Daftar Lampiran	xv
Abstrak	xvi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah.....	3
1.3. Tujuan Penelitian.....	3
1.4. Manfaat Penelitian.....	4
1.5. Batasan Penelitian.....	5
1.6. Sistematika Pembahasan	6

BAB II LANDASAN TEORI

2.1. Teori Keagenan (Agency Theory)	8
2.2. Mekanisme untuk Mengurangi Masalah Agensi.....	11
2.3. Hubungan Kepemilikan Manajerial Dengan Teori Keagenan	15
2.4. Hubungan Kepemilikan Institusional Dengan Teori Keagenan	17
2.5. Penelitian Sebelumnya	20
2.6. Perumusan Hipotesis	25
2.6.1 Kepemilikan manajerial	25
2.6.2 Kepemilikan Institusional	26
2.6.3 Beberapa Variabel Kontrol Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan (Control Variable)	27

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel	33
3.2. Teknik Pengumpulan Data	34
3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	36
3.4. Perumusan Hipotesis	39
3.5. Metode Analisis Data	41
3.5.1 Uji Asumsi Klasik	41
3.5.2 Uji Regresi Linier Berganda	44

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Pengujian Asumsi Klasik	48
4.1.1 Uji Normalitas	48
4.1.2 Uji Multikolinieritas	51
4.1.3 Uji Autokorelasi	53
4.1.4 Uji Heterokedastisitas	53
4.1.5 Uji Linieritas	56
4.2. Analisis Regresi Linier Berganda	57
4.2.1 Pengujian Secara Parsial (Uji t)	59
4.2.2 Pengujian Secara Simultan (Uji F)	69
4.2.3 Koefisien Determinasi	70

BAB V PENUTUP

5.1. Kesimpulan	71
5.2. Keterbatasan Penelitian	74
5.3. Saran Untuk Penelitian Selanjutnya	74

DAFTAR PUSTAKA	76
-----------------------------	-----------

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
3.1. Pemilihan Sampel Penelitian	34
3.2. Daftar Perusahaan Sampel	35
4.1. Hasil Uji Asumsi Kenormalan	50
4.2. Hasil Uji Multikolinieritas Dan Autokorelasi	52
4.3. Hasil Uji Heterokedastisitas	55
4.4. Hasil Uji Linieritas	57
4.5. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	58
4.6. Hasil Pengujian Secara Terpisah	58
4.7. Hasil Pengujian Secara Simultan dan Koefisien Determinasi	59
4.8. Hasil Pengujian Hipotesa	59

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran		Hal
1	Nama Perusahaan Sampel	78
2	Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel (Data Sebelum Diolah) ...	79
3	Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel (Data Setelah Diolah)	83
4	Daftar Perusahaan Yang Menjadi Sampel (Data Setelah Dinormalkan).	87
5	Uji Asumsi Kenormalan(Sebelum Dinormalkan)	91
6	Uji Asumsi Kenormalan(Setelah Dinormalkan)	92
7	Uji Asumsi Multikolinieritas dan Autokorelasi	93
8	Uji Asumsi Heterokedastisitas	95
9	Uji Asumsi Linieritas	96
10	Hasil Analisis Regresi linier Berganda	97

ABSTRAK

Masalah keagenan adalah masalah yang muncul antara principal (pemilik) dengan agen (manajer), hal ini dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya agensi (agency cost). Untuk mengatasi agency problem dan mengurangi munculnya biaya keagenan tersebut dapat dilakukan dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan peningkatan saham perusahaan oleh institutional investor sebagai monitoring agen.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan hutang perusahaan dalam perspektif teori agensi. Penelitian ini berdasarkan pada penelitian sebelumnya oleh Wahidahwati (2002), yang menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh pada debt ratio dalam mengurangi konflik keagenan. Penelitian ini memfokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta periode 2001-2004. Pengumpulan data dilakukan secara pooling dan diperoleh 100 perusahaan yang dapat memenuhi kriteria sebagai sampel. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis regresi linier berganda.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan, sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan, dan arah kedua variabel struktur kepemilikan ini mempunyai arah hubungan positif dengan debt ratio, yang dimana arah hubungannya tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa adanya kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional tidak dapat mengurangi peranan utang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga tidak mengurangi total biaya keagenan.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya agensi (*agency cost*).

Masalah agensi atau keagenan muncul pada perusahaan ketika fungsi pengambilan keputusan terpisah dari fungsi kepemilikan. Masalah keagenan adalah masalah yang muncul antara principal (pemilik) dengan agent (manajer), hal ini dikarenakan adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) dalam Wahidahwati (2002) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan 1). Aktivitas pencarian dana

(*financing decision*) dan 2). Pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Dalam teori agensi, manajer dianggap tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, salah satu mekanisme yang diusulkan oleh Jensen dan Meckling (1976) adalah dengan menambah porsi hutang, tetapi penggunaan hutang yang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan meningkatkan risiko tidak terdiversifikasinya kebangkrutan tersebut bagi manajer dimana dapat berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional. *Managerial ownership* dan *institutional investor* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap ekuitas akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko.

Selain struktur kepemilikan, beberapa faktor lain seperti *dividend payment*, *firm size*, *asset structure*, *earning volatility* dan *stock volatility* juga dapat dijadikan alat kontrol untuk menentukan kebijakan hutang dalam perusahaan. Penelitian ini merupakan penelitian ulang yang pernah dilakukan oleh Wahidahwati pada tahun 2002, yang membedakan penelitian ini dengan sebelumnya adalah periode waktu penelitian yaitu dari tahun 2001- 2004.

Berdasarkan uraian diatas, maka menimbulkan keinginan untuk menguji hipotesis mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan uraian tersebut diatas, maka permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah managerial ownership dan institutional ownership mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (Debt ratio)?
- b. Apakah variabel kontrol lain seperti: Dividend payment, Firm Size, Asset Structur, Earning Volatility dan Stock Volatility mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (Debt ratio)?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dan variabel kontrol lain seperti: Dividend payment, Firm Size, Asset Structur, Earning Volatility dan Stock Volatility juga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan pada industri manufaktur yang go publik di BEJ.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi investor atau calon investor, informasi ini sebagai pertimbangan dalam membuat keputusan investasi, khususnya pada pemilihan perusahaan setelah mengetahui perilaku manajemen dalam perusahaan tersebut.
2. Pihak manajemen dapat menggunakan informasi dari hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan dalam membuat kebijakan hutang perusahaan.
3. Bagi investor atau calon investor informasi ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan apakah kehadiran mereka selama ini sudah cukup efektif atau tidak dalam melakukan monitoring terhadap manajemen dengan modal yang diinvestasikan. Dengan demikian, mereka dapat menentukan apakah akan menjual atau membeli saham pada perusahaan manufaktur yang go public.
4. Memberikan masukan bagi para akademisi dan praktisi manajemen keuangan bahwa perusahaan yang tidak mempertimbangkan struktur kepemilikan saham, akan rentan terhadap munculnya masalah keagenan. Tambahan informasi ini menjadi acuan bagi penyempurnaan penelitian tentang teori keagenan dimasa yang akan datang.

1.5 Batasan Penelitian

Agar penelitian lebih terarah, maka perlu adanya batasan penelitian yang meliputi:

1. Perusahaan yang menjadi populasi dalam penelitian ini yaitu perusahaan dalam industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 2001 - 2004 dan memiliki laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan dalam Indonesian Capital Market Directory (ICMD).
2. Perusahaan yang memenuhi kelengkapan data penelitian yang meliputi: data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*managerial ownership*), kepemilikan saham oleh institusi (*institutional investor*), total asset, sales, operating income, dividend payout ratio, long term debt, fixed asset, jumlah modal saham, dan harga saham.
3. Berdasarkan studi literatur, banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Dalam penelitian ini faktor utama yang digunakan sebagai penentu kebijakan hutang perusahaan adalah struktur kepemilikan oleh manajerial dan institusi sedangkan faktor-faktor pendukung lainnya yang digunakan adalah: Dividend payment, Firm Size, Asset Structur, Earning Volatility dan Stock Volatility.

1.6 Sistematika Pembahasan

Untuk memudahkan pemahaman, penelitian ini disusun dengan sistematika sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan sistematika penulisan dalam menyusun skripsi.

BAB II KAJIAN PUSTAKA

Dalam bab ini dijelaskan teori yang melandasi penelitian ini. Orientasi dan dasar teori ini dapat dihimpun dan diramu dari sumber-sumber kepustakaan seperti buku literatur, buletin, jurnal, skripsi, dan bahan pustaka lainnya.

BAB III METODE PENELITIAN

Membahas mengenai metode penelitian secara komprehensif serta alat yang digunakan untuk membuktikan hipotesis penelitian.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan berisikan hasil analisa data yang telah diperoleh dengan menggunakan sampel yang ada, dan alat analisis yang digunakan adalah rasio-rasio finansial. Pada bab ini pula akan didapat hasil dari penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang, serta pengaruh variabel kontrol lainnya terhadap utang. Dan membandingkan variabel mana yang mempunyai pengaruh

yang lebih besar terhadap kebijakan hutang. Dengan adanya hasil penelitian tersebut dapat diketahui variabel-variabel yang bisa mengurangi biaya agensi.

BAB V PENUTUP

Memuat kesimpulan, keterbatasan penelitian dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

Pada bab ini akan dibahas mengenai Teori keagenan (Agency theory), Mekanisme untuk mengurangi Masalah agensi, Hubungan kepemilikan manajerial dengan teori keagenan, Hubungan kepemilikan institusional dengan teori keagenan, Penelitian sebelumnya serta Hipotesis penelitian.

2.1 Teori Keagenan (Agency Theory)

Hubungan agensi merupakan kontrak, dimana satu atau lebih orang (yang disebut principal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama principal. Dalam kontrak tersebut terdapat pendelagasian beberapa kewenangan pengambilan keputusan kepada agen. Dalam konteks perusahaan, principal adalah pemilik perusahaan (pemegang saham) dan agennya adalah tim manajemen. Tim manajemen diberi wewenang untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan. Harapan agar tim manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan seringkali tidak terwujud.

Banyak keputusan yang diambil oleh manajer yang justru lebih menguntungkan manajer dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham. Penggunaan dana perusahaan untuk pembelian fasilitas manajer yang berlebihan, penahanan laba perusahaan untuk investasi yang kurang

menguntungkan, dan berbagai kecurangan yang dapat mengurangi laba atau aset perusahaan adalah beberapa praktek yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Asumsi bahwa orang-orang yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan ternyata tidak selalu terpenuhi. Manajer memiliki kepentingan (*interest*) pribadi dan kepentingan pribadi ini sebagian besar bertentangan dengan kepentingan pemilik perusahaan sehingga munculah masalah yang disebut dengan masalah agensi (*agency problem*).

Masalah agensi di perusahaan dapat muncul dalam berbagai bentuk, konflik yang muncul antara lain adalah antara manajer dan pemegang saham. Struktur kepemilikan perusahaan pada umumnya menyebar ke banyak investor dengan proporsi kepemilikan yang relatif kecil pada masing-masing investor. Karena kepemilikan investor pada umumnya kecil, mereka merasa enggan untuk mengontrol (memonitor) perilaku manajer secara langsung. Biaya pengontrolan akan sangat tidak sepadan dengan manfaat yang diperoleh jika pengontrolan tersebut dilakukan sendirian sedangkan untuk mengajak investor lain melakukan pengawasan memerlukan koordinasi yang tidak mudah. Sementara itu di sisi lain, kepemilikan manajer di perusahaan juga kecil sehingga rasa memiliki (dalam arti berusaha memaksimalkan nilai perusahaan) mereka juga rendah.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada

portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua alasan yang mendasari yaitu: pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat mereka *non diversifiable*, dan kedua, manajer akan terancam reputasinya, demikian juga kemampuan menghasilkan *earning* perusahaan, jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Di banyak negara lain konflik agensi terjadi bukan antara manajer dan pemegang saham tetapi antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas yang biasanya juga menjadi manajer di perusahaan tersebut atau paling tidak menunjuk manajer pilihannya dapat mengambil keputusan yang hanya menguntungkan pemegang saham mayoritas. Konflik yang juga dapat muncul adalah antara pemegang saham atau manajer dengan pemberi pinjaman. Pemberi pinjaman selalu berharap agar bisnis perusahaan berjalan aman sehingga uang yang dipinjamkan dapat kembali. Namun pemegang saham dapat saja memilih mencari bisnis yang tinggi risikonya dengan harapan mendapat return yang lebih tinggi. Proyek berisiko tinggi hanya akan menguntungkan pemegang saham tetapi merugikan pemberi pinjaman.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko. Jensen dan Meckling (1976) dalam

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002) juga menyatakan bahwa kondisi diatas merupakan konsekwensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk beating functions of the firm*. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya.

Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi *agency cost*, diperlukan suatu mekanisme pengawasan sehingga dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan antara insider sebagai pengambil keputusan dan principal sebagai penanggung risiko.

2.2 Mekanisme untuk Mengurangi Masalah Agensi

Untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan yang terkait. Jensen dan Meckling (1976) dalam Zainal Arifin (2005) mengidentifikasi bahwa ada dua cara untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yaitu investor luar

melakukan pengawasan (monitoring) dan manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (bonding). Selain kedua mekanisme tersebut, mekanisme lain yang dapat mengurangi konflik keagenan adalah mekanisme kontrol dengan peningkatan kepemilikan manajerial.

Pada satu sisi kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Zainal arifin (2005) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada monitoring dan bonding, yang disebut *residual loss*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi (*agency cost*) ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

Mekanisme kontrol dengan monitoring untuk mengatasi agency problem dan mengurangi munculnya biaya keagenan dapat dilakukan dengan cara meningkatkan kepemilikan institusional oleh institutional investor sebagai monitoring agents. (Moh'd et. al. 1998) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institutional investor dan shareholder dispersion dapat mengurangi agency cost, karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh

institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Mekanisme kontrol dengan peningkatan kepemilikan manajerial (managerial ownership) untuk mengatasi agency problem dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham, melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen kedalam kekayaan perusahaan. Sehingga manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. (Jensen dan Meckling, 1976) dikutip Wahidahwati (2002). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Mekanisme kontrol dengan bonding untuk mengatasi agency problem dilakukan dengan mengurangi *free cash flows* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan net present value positif dilaksanakan. Jika biaya agensi ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu. Ada dua cara mekanisme bonding yaitu: pertama, dengan meningkatkan dividend payout ratio, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Crutchley dan Hansen,

1989) dalam Wahidahwati, (2002). Kedua, dengan cara meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen.

Hutang merupakan mekanisme penting untuk mengontrol tindakan manajer dan mengurangi masalah agency dalam perusahaan. Semakin besar hutang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen, et al. 1992) dalam Wahidahwati (2002). Dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran secara periodik terhadap bunga dan pinjaman pokoknya dan hal ini mengurangi kontrol manajer terhadap aliran kas perusahaan (Jensen (1986) dalam Nugroho (2002)). Hutang juga memaksa manajer untuk mengurangi tindakan pengambilan keuntungan (*perquisites*) dan menjadi lebih efisien untuk mengurangi kemungkinan risiko kebangkrutan dan kehilangan kontrol serta reputasi.

Tetapi penggunaan hutang yang tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan dan meningkatkan risiko tidak terdiversifikasinya kebangkrutan tersebut bagi manajer. Kemungkinan lain dengan penggunaan hutang yang terlalu tinggi sebagai sumber pendanaan perusahaan memunculkan tambahan masalah keagenan yang lain seperti "*risk-shifting*" yaitu kecenderungan pemegang saham untuk memilih investasi yang lebih berisiko karena dengan investasi yang lebih berisiko kemungkinan return juga lebih tinggi sehingga mereka dapat melunasi hutang sebagai rate yang telah ditentukan dan menikmati kelebihan keuntungan dari hasil investasi tersebut.

Jika investasi tersebut gagal maka risiko terbesar ditanggung oleh kreditor. Untuk itu kreditor akan memberikan berbagai persyaratan kredit. Persyaratan-persyaratan ini seringkali membatasi ruang gerak manajemen. Lebih jauh lagi perusahaan harus dimonitor untuk meyakinkan bahwa persyaratan-persyaratan tersebut dipenuhi. Biaya pemantauan ini menjadi beban pemegang saham melalui biaya kredit yang tinggi, sehingga manfaat dari hutang itu sendiri berkurang (Wahidahwati (2002) dalam Nugroho (2002)).

2.3 Hubungan Kepemilikan Manajerial Dengan Teori Keagenan

Demsetz (1938) dan Demsetz dan Lehn (1985) dalam Wahidahwati (2002) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan yang beroperasi di pasar-pasar yang berisiko tinggi lebih sulit dimonitor secara eksternal. Berdasarkan penalaran ini risiko yang lebih tinggi meningkatkan nilai kepemilikan manajerial sebagai sebuah mekanisme pemantauan internal.

Pemantauan internal tersebut dilakukan karena dianggap para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut, tetapi kurang mau untuk menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Jensen dan Meckling (1994) dalam Hidayat (2004) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

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

Menurut Jensen dan Meckling (1994) dalam Noer Sasongko (2003) dalam Hidayat (2004), menyatakan kehadiran biaya tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan saham manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian akan memaksa para manajer untuk menanggung risiko dari kekayaan yang mereka miliki sehingga konsekwensi jika melakukan kesalahan dalam mengelola perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham, maka insider akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan tersebut sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial membuat manajer menjadi bagian dari pemilik perusahaan, dengan demikian membantu menyamakan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Manajer memiliki kontrol terhadap perusahaan melalui kepemilikannya didalam perusahaan.

Friend et al. (1988) dan Bathala, et al. (1994) dalam Jogyanto (2003) dalam Hidayat (2004), konsisten dengan Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan meningkatkan risiko hutang yang *non-diversifiable*, sehingga insider akan semakin hati-hati

dalam menggunakan hutang. Hal ini menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan saham manajerial meningkat. Dengan demikian, meningkatnya insider ownership dapat mensejajarkan kepentingan para outside shareholder dan mengurangi pengurangan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain, insider ownership mempunyai pengaruh yang negatif dengan debt ratio perusahaan.

Proporsi kepemilikan manajerial yang terlalu besar bisa berakibat kegagalan voting dan *takeover* karena manajer memiliki kontrol kepentingan didalam perusahaan yang disebut dengan *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. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan equity agency cost yang rendah namun menghasilkan agency cost of debt yang tinggi karena dengan kepemilikan manajerial, kepentingan manajer akan lebih dekat dengan kepentingan pemegang saham daripada dengan kreditur, Friend dan Lang (1988) dalam Nugroho (2002).

2.4 Hubungan Kepemilikan Institusional Dengan Teori Keagenan

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui kepemilikan institusional (*institutional ownership*) yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti perusahaan investasi, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana

maupun oleh kepemilikan institusi lain. Kepemilikan oleh investor institusional tersebut akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Dari sudut pandang teori keagenan, adanya kepemilikan institusional akan mengefektifkan fungsi monitoring dan bertindak sebagai salah satu alat untuk mengendalikan biaya keagenan.

Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Dengan demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen.

Pernyataan Coffee (1991) yang dikutip Faisal (2000) menyatakan bahwa ada perubahan perilaku institutional investor dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif melakukan monitoring. Menurut Coffee, meningkatnya aktivitas para investor institusional dalam melakukan monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh investor institusional telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, mereka sulit untuk keluar dari pasar, karena kepemilikan institusional dalam perusahaan cukup besar, jadi jika investor institusional memutuskan untuk menjual saham secara cepat maka harga saham akan turun. Oleh karena itu daripada menjual sahamnya, banyak investor institusional yang memilih untuk tinggal dan bekerja dengan manajemen untuk memperbaiki kinerja perusahaan tersebut.

Aktifitas monitoring tersebut antara lain dilakukan dengan menempatkan para komite penasehat (*advisory committee*) yang akan bekerja untuk melindungi kepentingan mereka. Hal ini senada dengan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dalam Hidayat (2004), yang menyatakan bahwa mekanisme monitoring dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak di biayai oleh perusahaan sehingga tidak berada dibawah pengawasan dari CEO. Dengan demikian dewan ahli ini dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk monitoring tindakan manajer.

Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institutional investor akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan para manajer. Tindakan monitoring tersebut akan mengurangi *agency cost*, karena memungkinkan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah.

Seperti struktur kepemilikan yang lain, kepemilikan institusional juga kemungkinan menimbulkan biaya yang berkaitan dengan fungsinya sebagai sumber pendanaan perusahaan dan sebagai pemonitor masalah *agency*. Beberapa peneliti berpendapat bahwa kepemilikan institusional meningkatkan *volatility* harga saham.

Berdasarkan berbagai keuntungan dan biaya dari masing-masing mekanisme pemantauan konflik *agency* diatas maka manajer diharapkan untuk dapat menentukan struktur kepemilikan yang optimal sehingga meminimalkan total biaya *agency* dalam perusahaan, yaitu tipe struktur kepemilikan mana yang menghasilkan biaya terkecil itulah yang proporsinya harus dimaksimumkan

untuk menggantikan peranan hutang, karena peningkatan hutang dapat mengakibatkan risiko kebangkrutan dan financial distress, dimana dapat berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan.

2.5 Penelitian Sebelumnya

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan banyak peneliti. Penelitian tersebut umumnya menggunakan managerial ownership sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka menemukan hasil yang berbeda.

Moh'd et al. (1998) dalam Wahidahwati (2002), penelitiannya berjudul "*The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Crosssectional Analysis*", penelitian ini menguji mengenai struktur kepemilikan saham terhadap kebijakan hutang perusahaan baik secara time series maupun cross sectional. Hasil menemukan bahwa struktur kepemilikan dan variabel kontrolnya mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan untuk variabel kontrol seperti dividend payment, firm growth, asset risk, profitabilitas perusahaan, dan uniqueness of the firm mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan. Sedangkan variabel kontrol yang lain seperti ukuran perusahaan, struktur aktiva, risiko operating leverage, tax rate dan non-debt tax shield mempunyai pengaruh yang signifikan dan mempunyai arah yang positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Bathala, et al. (1994) dalam Wahidahwati (2002), penelitiannya berjudul “Managerial Ownership, Debt Policy, and the impact on institutional holding”. Penelitian ini menguji apakah institutional ownership berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan managerial ownership. Penelitian ini menggunakan metode cross sectional dengan periode penelitian tahun 1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan managerial ownership mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap institutional ownership. Hasil ini mengindikasikan bahwa institutional ownership dapat menggantikan peranan hutang sebagai monitoring agent dalam mengurangi cost agency. Hasil lain menyebutkan bahwa managerial ownership berhubungan negatif dengan institutional ownership.

Jensen et al. (1992) dalam Wahidahwati (2002), penelitiannya berjudul “*Simultaneous Determination of insider ownership, debt and dividend policies*” yaitu menguji pengaruh insider ownership, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang (rasio hutang). Penelitian ini menyatakan bahwa rasio debt merupakan fungsi dari insider ownership, dividend, business risk, profitability, R&D dan Fixed Asset. Hasil penelitian yaitu terdapat hubungan negatif antara insider ownership dengan kebijakan hutang (rasio debt). Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan insiders, maka akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi biaya agensi. Hasil tersebut juga menemukan bahwa peningkatan kepemilikan insider menyebabkan penurunan rasio pembayaran dividen.

Friend dan Lang (1988) yang dikutip Wahidahwati (2002), penelitiannya berjudul “Empirical Test of the Impact of Managerial Self-interest on Corporate Capital Structure” penelitian ini menguji mengenai pengaruh kepentingan manajemen terhadap struktur modal perusahaan. Penelitian ini menggunakan sample yang sangat besar yaitu 984 perusahaan-perusahaan yang terdaftar di NYSE dengan periode observasi 1979 sampai dengan 1983. Struktur modal perusahaan dalam penelitian ini menggunakan proxy rasio dari debt/total asset, sedangkan proxy untuk kepentingan manajemen adalah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer. Variabel kontrol yang juga diduga memengaruhi struktur modal adalah standart deviation of earning, log of total asset (size), market value of equit, proporsi saham yang dimiliki oleh non managerial stock holder. Hasil ini menemukan bahwa terdapat hubungan terbalik antara kepemilikan manajerial dengan penggunaan hutang perusahaan, hal ini mengindikasikan risiko yang diakibatkan oleh hutang tidak terdiversifikasi (non diversifiablerisk) lebih besar dirasakan oleh manajemen daripada oleh investor luar, akibatnya manajer akan menjaga tingkat hutangnya tetap rendah. Hasil lain menyebutkan bahwa size (ukuran perusahaan) mempunyai hubungan positif dengan profitabilitas.

Penelitian Mehran (1992) dengan judul “Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure” yang dikutip Faisal (2000) menganalisis hubungan antara struktur modal perusahaan dengan executive incentive plans, managerial equity investment, pengawasan oleh board of director dan major shareholders. Penelitian yang dilakukan oleh Mehran

menggunakan variabel-variabel yang mempengaruhi struktur modal untuk melihat hubungan antara struktur kepemilikan dengan struktur modal perusahaan diturunkan dari karakteristik-karakteristik kesempatan investasi. Variabel-variabel tersebut adalah manajer, outside board members, individuals investors, growth opportunity, collateral value of asset, dan business risk. Penelitian tersebut dilakukan pada 124 perusahaan manufaktur dengan periode penelitian selama dua tahun yaitu dari tahun 1979 sampai dengan 1980, dengan menggunakan analisa cross sectional, hasil penelitian tersebut menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki insider dengan debt ratio perusahaan. Disamping itu perusahaan-perusahaan yang memiliki lebih banyak investment banker pada dewan direksi memiliki rasio jumlah hutang jangka panjang lebih besar. Hasil penelitian ini juga menemukan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki individual investor dengan rasio hutang perusahaan.

Crutley dan Hansen (1989) dalam Wahidahwati (2002), penelitiannya berjudul "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividens" menguji mengenai agency theory yaitu menghubungkan karakteristik perusahaan sebagai proxy dari kos agensi antara lain (diversifikasi cost, earning volatility, pengeluaran advertising, R&D, flotation cost dan ukuran perusahaan) terhadap managerial ownership, leverage perusahaan dan deviden perusahaan. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semakin terdiversifikasinya saham yang dimiliki investor mempengaruhi managerial ownership secara positif. Hasil lain menyatakan

bahwa eraning volatility berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap managerial ownership maupun dividen. Pengeluaran advertising dan R&D berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap debt dan dividen, tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan saham manajer. Hasil dari *flotation cost* berhubungan negatif dengan pembayaran dividen, dan manajer cenderung meningkatkan utang serta kepemilikan manajerialnya. Terakhir hasil dari ukuran perusahaan mengindikasikan bahwa kepemilikan saham manajer berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan, selain itu semakin besar ukuran perusahaan, maka akan meningkatkan pembayaran dividen dan penggunaan utang.

Penelitian tentang agency theory di Indonesia, antara lain dilakukan oleh: Faisal (2000) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Utang Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta” selama periode 1999-2001. Hasil penelitian menunjukkan bahwa diantara variabel struktur kepemilikan hanya institutional investor yang berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran investor institusional bisa menggantikan peran hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Turiyasingura (2000) dalam Wahidahwati (2002) juga melakukan penelitian dengan sample yang diobservasi adalah dari perusahaan jasa dan manufaktur dengan periode observasi hanya satu tahun (1996). Hasil ini menunjukkan mendukung hipotesis bahwa kebijakan hutang dan managerial ownership menjadi alat yang efektif dalam mereduksi agency conflict. Hasil

ini menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan untuk hubungan antara managerial ownership dengan dividen adalah signifikan tetapi berhubungan positif. Hasil ini mengindikasikan bahwa dividen tidak dapat digunakan sebagai alat yang efektif dalam mereduksi agency conflict, karena arah yang berlawanan dari teori.

2.6 Perumusan Hipotesis

2.6.1 Kepemilikan Manajerial

Friend dan Lang (1988), Friend dan Hasbrouck (1998) dalam Faisal (2000), konsisten dengan hasil penelitian Jensen, et. al. (1992) dan Moh'd, et.al. (1998) yaitu tingkat hutang dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan insider ownership. Hal ini menunjukkan bahwa seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial maka penggunaan hutang akan semakin berkurang. Hal ini konsisten dengan hasil yang dikemukakan Esterbrook (1984) dan Sounders, et.al. (1990) seperti dikutip Faisal (2000) bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajerial tinggi maka manajer akan menjadi *risk overse*. Dalam konteks ini dengan meningkatnya kepemilikan oleh insider akan menyebabkan semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekwensi dari tindakannya sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah.

Dengan demikian, meningkatnya insider ownership dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan para pemegang saham dan mengurangi peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan uraian diatas, maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha1 : Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.2 Kepemilikan Institusional

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Faisal (2000), menyatakan bahwa pemegang saham besar (*large shareholder*) mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Menurut Shleifer dan Vishny (1986), dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti institutional investor akan dapat memonitor tim manajemen secara lebih efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *take over*. Meningkatnya kepemilikan saham oleh investor institusional juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap penggunaan hutang. Dengan demikian, kehadiran institutional investor didalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio hutang perusahaan.

Senada dengan Shleifer dan Vishny (1986), hasil studi Moh'd et.al. (1998) dikutip Faisal (2000), menemukan bahwa institutional shareholdings mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap debt ratio. Hal ini

konsisten dengan Grier dan Zychowicz (1994) yang menyatakan bahwa institutional investor dapat menggantikan peranan hutang dalam memonitor manajer dalam perusahaan. Dengan demikian, semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh institutional investor akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif, karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik yang dilakukan oleh para manajer dan memaksa manajer untuk mengurangi tingkat hutang secara optimal, sehingga akan mengurangi cost. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha2 : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.3 Beberapa Variabel Kontrol Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang Perusahaan (Control Variable)

2.6.3.1 Dividend Payment

Dalam penelitian tentang agency cost dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) yang dikutip Faisal (2000) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian monitoring perusahaan. Dalam kondisi demikian perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insider memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) dalam Faisal (2000) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang

dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer (*manager's power*) membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Jensen et.al. (1992) dalam Faisal (2000), pembayaran dividen muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal untuk menguasai perilaku manajer. Dalam konteks ini perusahaan yang mempunyai dividend payout ratio tinggi lebih menyukai pendanaan dengan modal sendiri, sehingga mengurangi biaya keagenan hutang. Disamping itu pembayaran dividen dapat dilakukan setelah kewajiban pembayaran bunga dan cicilan hutang dipenuhi. Adanya kewajiban tersebut akan membuat manajer akan hati-hati dan efisiensi dalam menggunakan hutang. Hasil studi Moh'd et.al. (1998) yang dikutip Faisal (2000) menemukan bahwa dividend payment mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap rasio hutang. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha3 : Dividend payout mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.3.2 Firm Size (Ukuran Perusahaan)

Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Banyak penelitian yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh

ukuran perusahaan, dan menyatakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan (size) dan debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Perusahaan yang berukuran besar akan menghadapi risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya kecil, sehingga kemungkinan perusahaan yang besar mengalami kebangkrutan itu kecil. Hasil studi Moh'd, et.al. (1998) dan Homaifer, et.al. (1994) menemukan bahwa firm size mempunyai hubungan positif dan berpengaruh signifikan terhadap debt ratio. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha4 : Firm size mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.3.3 Asset Structure (Struktur Aktiva)

Variabel ini berhubungan dengan jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of asset*). Perusahaan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutangnya lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktivanya tidak fleksibel. Investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan. Jika perusahaan menggunakan hutang dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Hal ini dikarenakan apabila terjadi kebangkrutan, perusahaan-perusahaan yang memiliki aset yang dapat dijamin tinggi akan dapat mengurangi *financial distress* dibandingkan dengan perusahaan-

perusahaan yang memiliki aset yang rendah. Kecenderungan ini dikarenakan perusahaan yang memiliki aset tinggi akan dapat membayar sebagian kewajibannya dengan menggunakan aset tersebut.

Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaannya (Myers dan Majluf (1984) dalam Faisal (2000)). Seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang ada. Disisi lain jika perusahaan menggunakan hutang yang disertai dengan jaminan maka akan mengurangi risiko kebangkrutan perusahaan. Menurut Brigham dan Gopenski (1996) dalam Faisal (2000), secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang yang lebih besar.

Demikian juga Sartono (1996) dalam Faisal (2000) menyatakan perusahaan yang memiliki aktiva berwujud cukup besar cenderung untuk menggunakan hutang dalam proporsi yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aktiva tidak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Ini mudah dipahami karena sulit untuk memperkirakan performance perusahaan yang misalnya hanya memiliki goodwill, sementara tidak didukung oleh aktiva berwujud yang cukup. Oleh karena itu ada hubungan positif antara tingkat hutang dan *collateral value asset*. Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa

tangible asset menurunkan agency cost dari hutang (Myers, (1977), dan packing order hipotesis (Myers, (1980). Hasil studi Moh'd, et.al. (1998) yang dikutip Faisal (2000), menemukan asset structure mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan debt ratio. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha5: Asset structure mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.3.4 Earning Volatility

Volatilitas earning menunjukkan ketidakpastian earning perusahaan, sehingga meningkatkan *financial distress*. Peningkatan financial distress mengakibatkan peningkatan risiko kebangkrutan yang tidak lain merupakan biaya keagenan hutang (debt agency conflict). Risiko tinggi mengakibatkan kreditor meningkatkan tingkat suku bunga dan persyaratan hutang, sehingga perusahaan akan menghindari biaya hutang (cost of debt) dengan menurunkan hutang serta mengandalkan pendanaan internal dan hal tersebut menghasilkan hubungan negatif antara volatilitas earning dengan hutang.

Penelitian Bathala, et al. (1994) dikutip Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara earning volatility rasio hutang. Ini menunjukkan bahwa earning volatility yang semakin tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain merupakan biaya

keagenan hutang. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha6: Earning volatility mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

2.6.3.5 Stock Volatility

Apabila modal manajer terikat dalam perusahaan maka manajer akan enggan untuk menginvestasikan uangnya lebih banyak ke dalam perusahaan karena akan meningkatkan risiko tidak terdiversifikasinya investasi mereka. Risiko non diversification akan semakin meningkat sejalan dengan meningkatnya ketidakpastian return saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa volatility saham memiliki koefisien negatif terhadap insider ownership. Apabila manajer mengurangi kepemilikannya pada perusahaan, maka manajer cenderung akan menggunakan hutang. Berdasarkan hasil studi tersebut maka disusun hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha7: Stock volatility mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

BAB III

METODE PENELITIAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai Populasi dan penentuan sampel, Teknik pengumpulan data, Definisi operasional dan pengukuran variabel, Perumusan hipotesis, dan Metode analisis data, dimana dalam metode analisis data ini akan dibahas tentang Uji asumsi klasik dan Uji regresi linier berganda yaitu uji secara simultan (uji F), uji secara parsial (uji T) dan koefisien determinasi.

3.1 Populasi dan Penentuan Sampel

Sehubungan dengan penelitian ini, maka populasi yang akan diamati adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melaporkan laporan keuangan yang lengkap dan dipublikasikan pada Indonesian Capital Market Directory (ICMD) dari tahun 2001- 2004.

Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel ini adalah purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu, kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan dalam sampel tidak termasuk perusahaan keuangan atau perbankan dan asuransi, karena industri tersebut memiliki karakteristik struktur modal yang berbeda dengan perusahaan-perusahaan lainnya.
2. Perusahaan yang masuk dalam sampel adalah perusahaan yang menerbitkan laporan keuangannya dari tahun 2001 – 2004.

3. Perusahaan memiliki kelengkapan data penelitian yang meliputi data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (managerial ownership) dan data struktur kepemilikan saham oleh institusi (institutional ownership) yang sekaligus pada perusahaan yang sama, dan laporan keuangan khususnya data total asset, sales, operating income, dividend payout ratio, long term debt, fixed asset, jumlah modal saham, dan harga saham.

3.2 Teknik Pengumpulan Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu: data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (managerial ownership), kepemilikan saham oleh institusi (institutional ownership), total asset, sales, operating income, dividend payout ratio, long term debt, fixed asset, jumlah modal saham. Data-data ini diperoleh dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat dalam ICMD sedangkan data harga saham harian diperoleh dari PPA FE UGM tahun 2001 sampai 2004.

Tabel 3.1
Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ yang memiliki data kepemilikan manajerial dan sekaligus data kepemilikan institusional	36
- Perusahaan yang data return sahamnya tidak lengkap	(4)
- Perusahaan yang datanya outlier	(7)
Jumlah sampel yang digunakan	25

Berdasarkan tabel 3.1 diatas menjelaskan bahwa perusahaan yang terdaftar di BEJ dan memiliki data kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sekaligus pada perusahaan yang sama adalah 36 perusahaan. Perusahaan yang harus dikeluarkan dari sampel adalah 11 perusahaan, dimana 4 perusahaan mempunyai data return saham harian yang tidak lengkap selama satu tahun dan 7 perusahaan yang datanya outlier. Dengan demikian tinggal 25 perusahaan yang dapat dipakai sebagai sampel dalam penelitian ini.

Pengumpulan data dilakukan secara pooling dengan menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang mampu memenuhi kriteria selama periode penelitian yaitu 4 tahun (2001-2004). Dalam penelitian ini diperoleh 100 perusahaan (25 perusahaan x 4 tahun) yang dapat memenuhi kriteria sebagai sampel. Daftar lengkap perusahaan yang termasuk sebagai sampel adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2

Daftar Perusahaan Sampel

NO	Kode Perusahaan	Nama Perusahaan
1	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk.
2	BUDI	PT. Budi Acid Jaya Tbk.
3	KICI	PT. Kedaung Indah Can Tbk.
4	CEKA	PT. Cahaya Kalbar Tbk.
5	BRNA	PT. Berlina Co. Ltd. Tbk.
6	JPRS	PT. Jaya Pari Steel Tbk.
7	LION	PT. Lion Metal Works Tbk.
8	SSTM	PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk.
9	BRPT	PT. Barito Pacific Timber Tbk.
10	LMSH	PT. Lionmesh Prima Tbk.
11	IKAI	PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk.
12	STTP	PT. Siantar Top Tbk.
13	HDTX	PT. Panasia Indosyntec Tbk.

14	MYRX	PT. Hanson Industri Utama Tbk.
15	AKRA	PT. Aneka Kimia Raya Tbk.
16	ETWA	PT. Eterindo Wahanatama Tbk.
17	LILS	PT. Lautan Luas Tbk.
18	APLI	PT. Asiaplast Industries Tbk.
19	JKSW	Pt. Jakarta Kyoei Steel Works L Tbk.
20	BRAM	PT. Branta Mulia Tbk.
21	PRAS	PT. Prima Alloy Steel Tbk.
22	INTD	PT. Inter Delta Tbk.
23	SUDI	PT. Surya Dumai Industri Tbk.
24	TIRA	PT. Tira Austenite Tbk.
25	MTDL	PT. Metrodata Electronics Tbk.

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen. Variabel penelitian dapat dijelaskan dibawah ini:

Variabel Dependen : Debt ratio (kebijakan hutang perusahaan)

Variabel Independen : Variabel independen utama yaitu: Kepemilikan Manajerial (managerial ownership) dan Kepemilikan Institusional (institutional ownership), sedangkan variabel independen kontrolnya yaitu: Dividend Payment, Firm Size, Asset Structure, Earning Volatility dan Stock Volatility.

3.3.1 Kebijakan Hutang Perusahaan (Debt Ratio)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah hutang (Debt Ratio). Variabel ini diberi simbol (DEBT). Debt ratio merupakan rasio hutang perusahaan yang dihitung dari total hutang jangka panjang dengan (hutang jangka panjang ditambah Equity). Rasio ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari

ICMD tahun 2001-2004 pada bagian summary of financial statement. Secara matematis debt ratio diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{Debt} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Long Term Debt} + \text{Equity}}$$

3.3.2 Variabel Kepemilikan Manajerial (Managerial Ownership)

Variabel ini diberi simbol (MOWN). Diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki oleh manajer. Managerial ownership adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian shareholder ownership.

3.3.3 Variabel Kepemilikan Institusional (Institutional Ownership)

Variabel ini diberi simbol (INST) yaitu proporsi saham yang dimiliki institutional investor pada akhir tahun yang diukur dalam persentase. Variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan, seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, perusahaan investasi, bank, pemerintah (BUMN) maupun kepemilikan oleh institusi lain. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian shareholder ownership.

3.3.4 Variabel Dividend Payment (Dividend Payout Ratio)

Variabel ini diberi simbol (DIVD). Variabel ini merupakan rasio pembayaran deviden terhadap earning after tax (Dividend payout ratio). Rasio

ini digunakan untuk menggambarkan kebijakan deviden perusahaan. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian summary of financial statement. Secara matematis dividend payout ratio diformulasikan sebagai berikut:

$$DIVD = \frac{\textit{Dividend}}{\textit{Earning After Tax}}$$

3.3.5 Variabel Ukuran Perusahaan (Firm Size)

Variabel ini diberi simbol (SIZE), yaitu memakai *Natural Log of Sales* sebagai proxy dari size (Titman dan Wessels, 1988 dan Moh'd, et al.1998) dikutip Wahidahwati (2002). Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian summary of financial statement.

$$SIZE = \textit{Natural Log Of Sales}$$

3.3.6 Variabel Struktur Aktiva (Asset Structure)

Variabel ini diberi simbol (ASSET). Variabel ini diukur dengan menggunakan hasil bagi antara fixed asset terhadap total asset (Titman dan Wessels, 1988 dan Moh'd, et al.1998) dikutip Wahidahwati (2002). Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian summary of financial statement. Secara matematis asset structure diformulasikan sebagai berikut:

$$ASSET = \frac{\textit{Fixed Asset}}{\textit{Total Asset}}$$

3.3.7 Variabel Earning Volatility

Variabel ini diberi simbol (ERNVOLT). Variabel ini merupakan rasio operating income terhadap total asset. Variabel ini digunakan sebagai proxy untuk mengukur tingkat risiko bisnis dan potensi kebangkrutan perusahaan. perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari ICMD tahun 2001-2004 pada bagian summary of financial statement. Secara matematis earning volatility diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{ERNVOLT} = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Total Asset}}$$

3.3.8 Variabel Stock Volatility

Variabel ini diberi simbol (STOCVOLT). Variabel ini diukur dengan standar deviasi dari return saham secara harian selama satu tahun. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari data return saham harian PPA FE UGM tahun 2001-2004.

3.4 Perumusan Hipotesis

Dalam penelitian ini, formula hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H01 : Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

Ha1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

- H02 : Kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- Ha2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- H03 : Dividend payment tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- Ha3 : Dividend payment berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- H04 : Firm size tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- Ha4 : Firm size berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- H05 : Asset structure tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- Ha5 : Asset structure berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- H06 : Earning volatility tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- Ha6 : Earning volatility berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).
- H07 : Stock volatility tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

Ha7 : Stock volatility berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (debt ratio).

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah model analisis regresi linier berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{DEBT} = a + b_1 (\text{MOWN}) + b_2 (\text{INST}) + b_3 (\text{DIVD}) + b_4 (\text{SIZE}) + b_5 (\text{ASSET}) + b_6 (\text{ERNVOLT}) + b_7 (\text{STOCVOLT}) + e$$

Dimana:

DEBT	= Hutang (kebijakan hutang perusahaan)
a	= Konstanta
b1–b6	= Koefisien regresi dari tiap-tiap independen variabel
e	= Error term
MOWN	= Managerial ownership (kepemilikan manajerial)
INST	= Institutional ownership (kepemilikan institusional)
DIVD	= Dividend payment
SIZE	= Firm size (ukuran perusahaan)
ASSET	= Asset structure
ERNVOLT	= Earning volatility
STOCVOLT	= Stock volatility

3.5.1 Uji Asumsi Klasik

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan parameter penduga yang sah apabila tidak melanggar uji asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah pengujian kenormalan, tidak terjadi multikolenieritas antar variabel

independen, tidak terjadi heterokedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homokedastisitas), tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen dan pengujian linieritas, dimana pengujian asumsi tersebut akan menggunakan program komputer Eviews 3.

3.5.1.1 Pengujian Normalitas

Pengujian terhadap gejala normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residualnya terdistribusi secara normal. Cara pengujiannya dengan menggunakan metode Histogram-Normality Test. Untuk mendeteksinya adalah dengan pengujian Jarque-Berra atau yang lebih sering disebut J-B test. Dalam pengujian ini, normalitas data diukur dengan melihat nilai Jarque Berra-nya kemudian dibandingkan dengan nilai Table Chi-square (c^2) dengan besarnya df adalah 2. Jika R Square Obs (Jarque-Berranya) lebih kecil dari nilai tabelnya maka lolos dari ketidaknormalan distribusi residual.

3.5.1.2 Pengujian Multikoleniaritas

Pengujian terhadap gejala multikoleniaritas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel independen dalam persamaan regresi. Adanya multikoleniaritas akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data (Gujarati, (1995 yang dikutip Hidayat (2004)). Untuk mendeteksi maka digunakan dengan cara melihat pada kolom

Autokorelasi (AC), yang diuji dengan metode Correlogram Q-Statistik, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom AC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2002)).

3.5.1.3 Pengujian Autokorelasi

Pengujian terhadap gejala autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah ada hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (time series). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimasi least square masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati (1995) dikutip Hidayat (2004)). Untuk mendeteksi digunakan dengan cara melihat pada kolom Partial Autokorelasi (PAC), yang diuji dengan metode Correlogram Q-Statistik, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom PAC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-) (Dielman (1991) dalam Tarjo (2002)).

3.5.1.4 Pengujian Heterokedastisitas

Heterokedastisitas yaitu variabel pengganggu yang memiliki varian yang berbeda disatu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homokedastisitas yaitu setiap variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Pengujian terhadap gejala Heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode White Heteroskedasticity Test (cross term). untuk mengetahui apakah ada hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu

(time series). Untuk mendeteksi dapat dilihat dengan membandingkan Obs*R-squared terhadap nilai Table Chi-square (χ^2) sesuai dengan nilai degree of freedom (df) yang besarnya berdasarkan jumlah variabel regresornya tidak termasuk konstanta. Dimana Obs*R-squared harus lebih kecil dari nilai Table Chi-square (χ^2).

3.5.1.5 Pengujian Linieritas

Pengujian linieritas adalah untuk dapat dinyatakan bahwa model persamaan adalah berbentuk linier. Cara pengujiannya dengan metode Ramsey Reset Test, dimana nilai F Statistik dari hasil olahan Ramsey Reset Test dibandingkan dengan nilai F Tabel. Jika nilai F Statistik lebih kecil dari nilai tabelnya maka lolos dari ketidaklinieran model.

3.5.2 Uji Regresi Linier Berganda

Untuk menguji hipotesis yang diajukan tentang kebenaran hubungan variabel independen dan variabel dependen dapat digunakan alat analisis statistik yaitu: uji-F statistik, uji-t statistik dan koefisien determinasi. Pengujian ini dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik, agar hasil pengujian dapat diinterpretasikan.

3.5.2.1 Uji F

Uji F yaitu pengujian yang dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen (bebas) yang digunakan dalam model regresi secara bersama-sama dapat mempengaruhi variabel dependen (terikat). Uji F dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividend payment, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility secara bersama-sama mempengaruhi variabel debt ratio. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai F hitung dengan F tabelnya dengan tingkat signifikansi yang ditentukan (α) sebesar 5 % (0.05) dimana:

Dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$ dan df (derajat bebas) $(k-1)$ untuk numerator, $(n-k)$ untuk denominator., maka:

Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, maka H_0 ditolak atau H_a diterima.

Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$, maka H_0 diterima atau H_a ditolak.

Pengaruh variabel-variabel independen secara simultan dapat juga ditentukan dengan melihat tingkat signifikansinya lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) yaitu $\alpha=0.05$. maka secara simultan variabel-variabel bebas mampu menjelaskan perubahan variabel independen secara signifikan. Pengujian ini akan dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer Eviews 3.

3.5.2.2 Uji t

Uji t dilakukan untuk mengetahui signifikansi pengaruh secara individu dari masing-masing variabel independen (bebas) terhadap variabel dependen (terikat). Uji t dalam penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen seperti variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividend payment, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility secara terpisah (parsial) mempengaruhi variabel debt ratio. Cara yang digunakan adalah dengan membandingkan nilai t hitung dengan t tabelnya dengan tingkat signifikansi yang ditentukan (α) sebesar 5% (0.05) dimana:

Dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$, uji t dua sisi, nilai t tabel = $\frac{df}{2} (n-k)$,

maka:

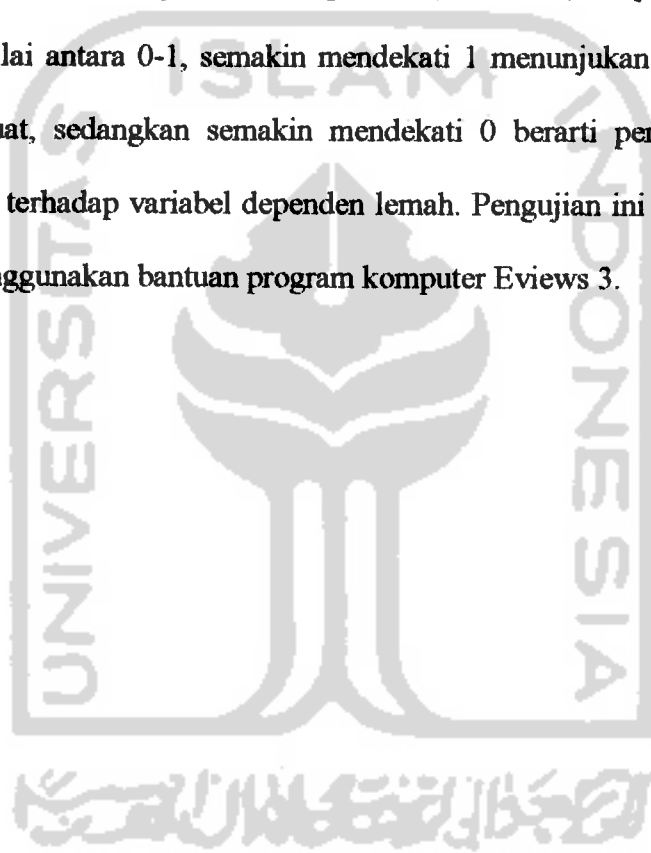
Jika t hitung $>$ t tabel, maka H_0 ditolak atau H_a diterima.

Jika t hitung $<$ t tabel, maka H_0 diterima atau H_a ditolak.

Hubungan masing-masing variabel independen secara parsial dapat juga ditentukan dengan melihat tingkat signifikansinya, apabila tingkat signifikansinya lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) yaitu $\alpha=0.05$, maka dikatakan bahwa secara parsial variabel independen tersebut mampu menjelaskan perubahan variabel dependen secara signifikan. Pengujian ini akan dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer Eviews 3.

3.5.2.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividend payout, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility) terhadap variabel dependen (Debt ratio). Adjusted R-squared memiliki nilai antara 0-1, semakin mendekati 1 menunjukkan pengaruh yang semakin kuat, sedangkan semakin mendekati 0 berarti pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen lemah. Pengujian ini akan dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer Eviews 3.



BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini akan diuraikan mengenai analisis model regresi, hasil pengujian hipotesis dan pembahasan hasil penelitian. Analisis data penelitian dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda. Analisis tersebut dilakukan untuk melihat pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, dengan variabel kontrol yang meliputi dividend payment, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility terhadap kebijakan hutang perusahaan yang diproksikan sebagai debt ratio.

Dalam model regresi ini dilakukan uji asumsi klasik agar model tersebut valid dan tidak bias. Asumsi dasar yang harus dipenuhi adalah bebas normalitas, multikolinieritas, autokorelasi, heterokedastisitas dan linieritas. Berdasarkan hasil pengujian data terhadap asumsi klasik, ditemui adanya pelanggaran terhadap asumsi klasik. Adanya pelanggaran terhadap asumsi klasik ini menyebabkan hasil estimasi menjadi tidak akurat, sehingga memerlukan pengobatan sebelum model tersebut digunakan untuk pengujian hipotesis.

4.1. Pengujian Asumsi Klasik

4.1.1. Uji Normalitas

Pengujian terhadap gejala normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residualnya terdistribusi secara normal. Cara pengujiannya dengan menggunakan Histogram-Normality Test yaitu dengan pengujian Jarque-

Berra atau yang lebih sering disebut J-B test. Dalam pengujian ini, normalitas data diukur dengan menggunakan hasil estimasi residual dan Chi-square probability distribution dengan rumus sebagai berikut:

$$JB = n \left[\frac{s^2}{6} + \frac{(k-3)^2}{24} \right]$$

Dimana: $s = \text{skewness}$
 $k = \text{kurtosis}$

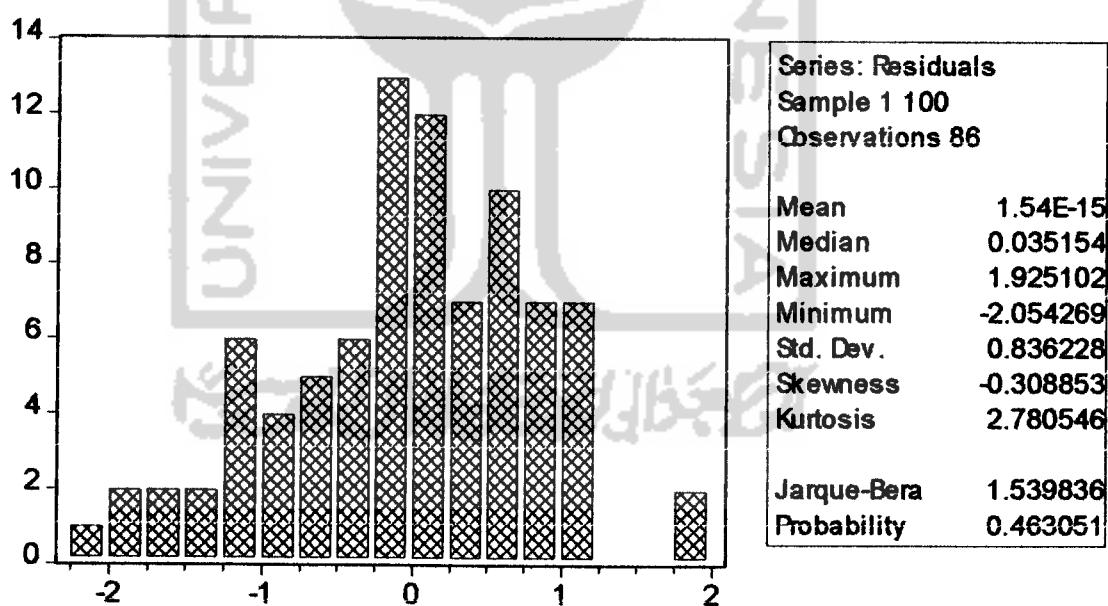
Suatu sampel dikatakan normal jika nilai J-B hitung < nilai χ^2 , dimana hasil dari J-B hitung diatas dapat kita lihat pada tabel 4.1 yaitu pada nilai Jarque-Berranya. Dengan demikian untuk mendeteksinya adalah dengan melihat nilai Jarque Berra-nya kemudian dibandingkan dengan nilai Table Chi-square (χ^2) dengan besarnya df adalah 2. Jika Obs*R-Square (Jarque-Berranya) lebih kecil dari nilai tabelnya maka lolos dari ketidaknormalan distribusi residual.

Dari hasil yang diperoleh (Lampiran 5) nilai Jarque-Berra-nya sebesar 5772.629 sedangkan nilai Chi-square Tabel sebesar 5.99147 pada $\alpha = 0.05$, hal ini berarti bahwa Obs*R-Square (nilai Jarque-Berranya) lebih besar dari nilai Chi-square tabel jadi dapat disimpulkan bahwa residual hasil regresi tidak terdistribusi secara normal atau tidak lolos dari uji kenormalan. Dengan demikian, maka peneliti berusaha untuk melakukan pengobatan terhadap ketidaknormalan data (menormalkan data) tersebut yaitu dengan melakukan transformasi data agar menghasilkan data yang terdistribusi secara normal. Langkah yang diambil untuk menyelesaikan masalah ini adalah melakukan

transformasi untuk variabel dependen (DEBT) dalam bentuk logaritma natural (ln), dan untuk variabel independen (MOWN) dalam bentuk akar kuadrat (square root), (INST) dalam bentuk Square, (STOCV) dalam bentuk logaritma natural (ln).

Setelah melakukan pengobatan untuk menormalkan data, maka didapat hasil pengujian asumsi kenormalan, hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.1 dibawah ini:

Tabel 4.1
Hasil Uji Asumsi Kenormalan
(Setelah Dinormalkan)



Dari hasil tabel 4.1 diatas diperoleh nilai Jarque-Berra-nya sebesar 1.539836 sedangkan nilai Chi-square Tabel sebesar 5.99147 pada $\alpha = 0.05$, hal ini berarti bahwa Obs*R-Square (Jarque-Berra-nya) lebih kecil dari nilai

Chi-square tabel jadi dapat disimpulkan bahwa residual hasil regresi sudah lolos dari uji kenormalan.

4.1.2. Uji Multikolinieritas

Pengujian terhadap gejala multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel independen dalam model persamaan regresi. Adanya multikolinieritas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi, sehingga mengarahkan yang menerima hipotesis nol. Untuk mengetahui apakah antara variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai kolinieritas yang tinggi atau tidak, dengan cara melihat pada kolom Autokorelasi (AC), yang diuji dengan metode Correlogram Q-Statistik, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom AC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-), karena suatu observasi dikatakan bebas dari asumsi multikolinieritas jika seluruh variabel dari model persamaan empiris kurang dari 0.5 (Dielman (1991) dalam Tarjo (2002)). Semakin tinggi nilai autokorelasi (AC) maka semakin tinggi kolinieritas antar variabel independen. Nilai autokorelasi yang tidak tergolong berbahaya adalah dibawah 0.5.

Pada hasil dibawah ini (Tabel 4.2), nilai dari autokorelasi (AC) untuk semua variabel independen semuanya dibawah 0.5 baik (+/-), dengan demikian tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya dalam model penelitian ini, berarti lolos dari multikoleniaritas.

Tabel 4.2

Hasil Uji Multikolinieritas Dan Autokorelasi

Date: 05/07/06 Time: 11:27

Sample: 1 100

Included observations: 86

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
.*)	.*)	1	-0.175	-0.175	2.7395	0.098
.|. |	.|. |	2	0.001	-0.031	2.7396	0.254
.*)	.*)	3	0.066	0.063	3.1404	0.370
.|. |	.|. |	4	0.001	0.025	3.1405	0.535
**|	**|	5	-0.226	-0.228	7.8971	0.162
.*)	.*)	6	-0.030	-0.125	7.9832	0.239
.*)	.*)	7	-0.119	-0.163	9.3353	0.229
.*)	.*)	8	0.102	0.088	10.337	0.242
.|. |	.|. |	9	-0.014	0.036	10.356	0.322
.|. |	.|. |	10	-0.050	-0.093	10.606	0.389
.*)	.*)	11	0.163	0.089	13.300	0.274
.|. |	.|. |	12	0.040	0.026	13.466	0.336
.*)	.*)	13	-0.058	-0.008	13.814	0.387
.*)	.*)	14	0.080	0.059	14.492	0.414
.*)	.*)	15	-0.014	-0.002	14.514	0.487
.*)	.*)	16	-0.096	-0.056	15.513	0.487
.*)	.*)	17	0.058	0.052	15.884	0.532
.*)	.*)	18	-0.062	-0.009	16.318	0.570
.|. |	.|. |	19	-0.004	0.002	16.321	0.636
.*)	.*)	20	-0.117	-0.164	17.901	0.594
.|. |	.|. |	21	0.007	-0.049	17.908	0.655
.|. |	.|. |	22	0.015	-0.002	17.935	0.710
.|. |	.|. |	23	-0.002	-0.021	17.935	0.761
.*)	.*)	24	-0.134	-0.135	20.113	0.690
****|	****|	25	0.503	0.437	51.498	0.001
.*)	.*)	26	-0.105	0.031	52.884	0.001
.|. |	.|. |	27	0.032	0.054	53.015	0.002
.*)	.*)	28	0.097	0.073	54.239	0.002
.|. |	.|. |	29	0.005	-0.006	54.242	0.003
.*)	.*)	30	-0.152	0.032	57.367	0.002
.|. |	.|. |	31	-0.033	-0.014	57.517	0.003
.|. |	.*)	32	-0.028	0.133	57.623	0.004
.|. |	.|. |	33	0.042	0.021	57.876	0.005
.|. |	.|. |	34	-0.028	-0.024	57.987	0.006
.|. |	.|. |	35	-0.055	-0.017	58.438	0.008
.*)	.*)	36	0.105	-0.093	60.119	0.007

4.1.3. Uji Autokorelasi

Pengujian terhadap gejala autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah ada hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (time series). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimator least square masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati (1995) dalam Faisal (2000)). Untuk mendeteksi digunakan dengan cara melihat pada kolom Parcial Autokorelasi (PAC), yang diuji dengan metode Correlogram Q-Statistik, dimana nilai pada kolom tersebut (kolom PAC) tidak boleh melebihi 0.5 baik (+/-). Pada hasil diatas (Tabel 4.2) nilai dari parcial autokorelasi (PAC) semuanya dibawah 0.5 baik (+/-), berarti lolos dari autokorelasi.

4.1.4. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas merupakan situasi tidak konstannya varian, yaitu variabel pengganggu (ε) memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi heterokedastisitas yaitu setiap variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Pengujian terhadap gejala Heterokedastisitas dilakukan dengan menggunakan metode White Heterokedasticity Test (cross term). Pedoman dari penggunaan model White ini adalah menolak hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat masalah heterokedastisitas dalam model empiris yang sedang diestimasi. Suatu model persamaan empiris dikatakan

bebas dari heterokedastisitas jika $\chi^2_{hitung} < \chi^2_{tabel}$, dimana χ^2_{hitung} pada tabel 4.3 dibawah ini dapat dilihat pada obs*R-Squared. Dengan demikian untuk mendeteksi dapat dilihat dengan membandingkan Obs*R-Square terhadap nilai Table Chi-square sesuai dengan nilai degree of freedom (df) yang besarnya berdasarkan jumlah variabel regresornya tidak termasuk konstanta. Dimana Obs*R-Square harus lebih kecil dari nilai Tabel Chi-square.

Dari hasil dibawah ini (Tabel 4.3) didapat Obs*R-Square = 51.17082 sedangkan jumlah regresornya atau df = 35 pada $\alpha = 0.05$, besarnya nilai Tabel Chi-square = 55.7585. Hal ini berarti Obs*R-Square lebih kecil dari nilai tabel, maka lolos dari unsur Heterokedastisitas.

Tabel 4.3

Hasil Uji Heterokedastisitas

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.098849	Probability	0.008019
Obs*R-squared	51.17082	Probability	0.038090

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/28/06 Time: 09:30

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-32.58605	24.74715	-1.316760	0.1939
MOWN_TRANS	11.11502	20.47989	0.542729	0.5897
MOWN_TRANS^2	5.794266	15.90605	0.364281	0.7172
MOWN_TRANS*INST_TRANS	-4.451383	7.502051	-0.593355	0.5556
MOWN_TRANS*DIVD	-12.27938	18.00139	-0.682135	0.4983
MOWN_TRANS*SIZE	1.293087	1.433809	0.901855	0.3715
MOWN_TRANS*ASSET	-18.47150	10.37257	-1.780803	0.0810
MOWN_TRANS*ERNVOLT	-7.844297	20.15676	-0.389165	0.6988
MOWN_TRANS*STOCVOLT_TRAN	6.807430	3.553713	1.915583	0.0611
INST_TRANS	-13.60456	17.88559	-0.760644	0.4504
INST_TRANS^2	-4.676676	2.915277	-1.604196	0.1150
INST_TRANS*DIVD	-2.204279	14.59718	-0.151007	0.8806
INST_TRANS*SIZE	0.854785	1.063102	0.804048	0.4252
INST_TRANS*ASSET	4.042618	4.813183	0.839905	0.4050
INST_TRANS*ERNVOLT	30.23142	13.20937	2.288635	0.0264
INST_TRANS*STOCVOLT_TRAN	-0.793877	1.936222	-0.410014	0.6835
DIVD	-62.07248	25.18618	-2.464545	0.0172
DIVD^2	-35.04896	15.63325	-2.241949	0.0294
DIVD*SIZE	2.731333	1.447764	1.886587	0.0650
DIVD*ASSET	11.85756	29.42195	0.403018	0.6887
DIVD*ERNVOLT	24.65127	34.56570	0.713171	0.4791
DIVD*STOCVOLT_TRAN	-9.576644	5.425820	-1.765013	0.0837
SIZE	5.095796	3.485968	1.461802	0.1501
SIZE^2	-0.154007	0.125134	-1.230731	0.2242
SIZE*ASSET	-0.984381	0.878883	-1.120036	0.2680
SIZE*ERNVOLT	2.266714	1.533697	1.477941	0.1457
SIZE*STOCVOLT_TRAN	0.622544	0.356021	1.748617	0.0865
ASSET	-2.696953	14.60080	-0.184713	0.8542
ASSET^2	1.307566	0.955547	1.368395	0.1773
ASSET*ERNVOLT	-0.693107	10.61583	-0.065290	0.9482
ASSET*STOCVOLT_TRAN	-5.146188	2.033695	-2.530463	0.0146
ERNVOLT	-9.545293	26.01570	-0.366905	0.7152
ERNVOLT^2	-5.901532	16.87847	-0.349649	0.7281
ERNVOLT*STOCVOLT_TRAN	9.018918	5.433896	1.659752	0.1032

STOCVOLT_TRAN	-4.190637	4.060710	-1.031996	0.3070
STOCVOLT_TRAN^2	0.570058	0.313820	1.816515	0.0753
R-squared	0.595010	Mean dependent var	0.691146	
Adjusted R-squared	0.311516	S.D. dependent var	0.927654	
S.E. of regression	0.769720	Akaike info criterion	2.609305	
Sum squared resid	29.62345	Schwarz criterion	3.636707	
Log likelihood	-76.20013	F-statistic	2.098849	
Durbin-Watson stat	2.312569	Prob(F-statistic)	0.008019	

4.1.5. Uji Linieritas

Pengujian linieritas adalah untuk dapat dinyatakan bahwa model persamaan adalah berbentuk linier. Cara pengujiannya dengan metode Ramsey Reset Test, dimana nilai F Statistik dari hasil olahan Ramsey Reset Test dibandingkan dengan nilai F Tabel. Jika nilai F Statistik lebih kecil dari nilai tabelnya maka lolos dari ketidaklinieran model.

Dari hasil dibawah ini (Tabel 4.4) didapat F Statistik sebesar 0.368065 lebih kecil dari nilai tabelnya sebesar 1.96 pada $F = 0.05$, jadi dapat disimpulkan bahwa hasil regresi lolos dari uji Linieritas.

Tabel 4.4

Hasil Uji Linieritas

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.368065	Probability	0.545846
Log likelihood ratio	0.410106	Probability	0.521916

Test Equation:

Dependent Variable: DEBT_TRANS

Method: Least Squares

Date: 04/28/06 Time: 09:45

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.698107	2.218192	-2.568807	0.0121
MOWN_TRANS	2.388092	1.271837	1.877672	0.0642
INST_TRANS	0.801291	0.590348	1.357319	0.1786
DIVID	-4.896436	2.220607	-2.204999	0.0304
SIZE	0.275025	0.137755	1.996485	0.0494
ASSET	0.453087	0.377251	1.201023	0.2334
ERNVOLT	-7.174035	2.644583	-2.712729	0.0082
STOCVOLT_TRAN	-0.065451	0.194673	-0.336211	0.7376
FITTED^2	0.076540	0.126161	0.606683	0.5458
R-squared	0.472846	Mean dependent var	-1.382791	
Adjusted R-squared	0.418076	S.D. dependent var	1.149000	
S.E. of regression	0.876502	Akaike info criterion	2.673006	
Sum squared resid	59.15576	Schwarz criterion	2.929856	
Log likelihood	-105.9393	F-statistic	8.633406	
Durbin-Watson stat	2.379253	Prob(F-statistic)	0.000000	

4.2. Analisis Regresi Linier Berganda

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program komputer Eviews 3, diperoleh hasil seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.5 dibawah ini.

Untuk pembahasan hasil penelitian akan difokuskan pada variabel-variabel independen berikut, yaitu: kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, dan variabel kontrol yang meliputi: dividend payout, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility. Analisis yang dilakukan yaitu uji statistik secara parsial (uji t), uji statistik secara simultan (uji F) dan

koefisien determinasi untuk mengetahui sejauh mana variabel-variabel independen diatas mampu menjelaskan kebijakan hutang (debt ratio).

Tabel 4.5

Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Dependent Variable: DEBT_TRANS

Method: Least Squares

Date: 03/13/06 Time: 13:29

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.577641	1.223606	-3.741108	0.0003
MOWN_TRANS	1.814402	0.847063	2.141991	0.0353
INST_TRANS	0.604156	0.490875	1.230775	0.2221
DIVID	-3.700156	1.017110	-3.637913	0.0005
SIZE	0.208474	0.082987	2.512134	0.0141
ASSET	0.394988	0.363412	1.086886	0.2804
ERNVOLT	-5.794410	1.344533	-4.309607	0.0000
STOCVOLT_TRAN	-0.071341	0.193641	-0.368417	0.7136
R-squared	0.470326	Mean dependent var	-1.382791	
Adjusted R-squared	0.422791	S.D. dependent var	1.149000	
S.E. of regression	0.872945	Akaike info criterion	2.654519	
Sum squared resid	59.43853	Schwarz criterion	2.882830	
Log likelihood	-106.1443	F-statistic	9.894331	
Durbin-Watson stat	2.368737	Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabel 4.6

Hasil Pengujian Secara Terpisah

Variabel Independen	t-hitung	t-tabel	Sig. t	Keterangan
Kepemilikan Manajerial	2.142	1.980	0.035	Signifikan
Kepemilikan Institusional	1.231	1.980	0.222	Tidak signifikan
Dividend Payment	-3.638	1.980	0.000	Signifikan
Firm Size	2.512	1.980	0.014	Signifikan
Asset Structure	1.087	1.980	0.280	Tidak signifikan
Earning Volatility	-4.309	1.980	0.000	Signifikan
Stock Volatility	-0.368	1.980	0.713	Tidak signifikan

Tabel 4.7
Hasil Pengujian Secara Simultan dan
Koefisien Determinasi

R	R-square	Adjusted R-square	F-hitung	F-tabel	Sig.F	Keterangan
0.686	0.470	0.422	9.894	2.09	0.000	Signifikan

Tabel 4.8
Hasil Pengujian Hipotesa

Hipotesa	H0	Ha	Koefisien Regresi	P value	Kesimpulan
Hipotesa 1	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	1.814	0.035	Diterima
Hipotesa 2	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	0.604	0.222	Tidak diterima
Hipotesa 3	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	-3.700	0.000	Diterima
Hipotesa 4	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	0.208	0.014	Diterima
Hipotesa 5	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	0.395	0.280	Tidak diterima
Hipotesa 6	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	-5.794	0.000	Diterima
Hipotesa 7	$\beta_1 = 0$	$\beta_1 \neq 0$	-0.071	0.713	Tidak diterima

4.2.1. Pengujian Secara Parsial (Uji t)

Pengaruh secara parsial dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara individual mampu menjelaskan variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan uji t (t test). Dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$, uji t dua sisi, nilai t tabel = $\frac{df}{2} (n-k)$: Jika nilai t hitung > nilai t tabel, maka menerima Ha atau menolak H0, dan jika nilai t hitung < nilai t tabel, maka menolak Ha atau menerima H0. Apabila nilai probabilitas masing-masing variabel independen lebih kecil dari sig 5 % (0.05) maka terjadi pengaruh secara terpisah variabel independen terhadap variabel dependen. Sebaliknya

jika nilai probabilitas lebih besar dari 5 % (0.05) maka dapat disimpulkan bahwa variabel independen secara terpisah tidak berpengaruh terhadap variabel dependen. Hasil dari pengujian terpisah (parsial) dapat dilihat dari tabel 4.6 diatas.

4.2.1.1. Kepemilikan Manajerial

Hipotesis pertama menguji seberapa signifikan pengaruh variabel kepemilikan manajerial terhadap hutang. Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_1 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar 2.142, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih kecil dari nilai t hitung, dan tingkat signifikansinya 0.0353 lebih kecil dari taraf signifikan yaitu = 0.05. dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran manajerial ownership mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio.

Dalam hal ini, nilai koefisien regresi $b_1 = 1.814402$, yang berarti setiap kenaikan kepemilikan saham oleh pihak manajerial sebesar 1 %, maka debt ratio akan naik sebesar 1.814402 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Arah hubungan dalam pengujian antara kepemilikan manajerial dan debt ratio tidak sesuai dengan teori, yaitu kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan debt ratio. Dari hasil diatas menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin

tinggi hutang perusahaan, hal ini terjadi karena kontrol yang besar dari pihak manajerial menyebabkan mereka mampu melakukan investasi dengan lebih baik sehingga memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk pendanaanya (*demand hypothesis*). Kontrol yang besar dari pihak manajerial ini disebabkan karena adanya pengaruh *management entrenchment*, yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimalkan utilitasnya tanpa takut adanya *hostile takeover*, perlawanan dari dewan komisaris, maupun *proxy fight* oleh investor besar (Stulz (1988) dalam Zainal (2005)). Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Kim dan Sorenson (1986).

Hasil estimasi parameter yang positif mengindikasikan bahwa mekanisme hutang (debt) tidak dapat menyelesaikan konflik keagenan. Para manajer perusahaan yang menjadi sampel perusahaan cenderung tidak menghindari risiko dan lebih menyukai hutang (debt) dalam menjalankan operasi perusahaan.

4.2.1.2. Kepemilikan Institusional

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_2 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t-hitung sebesar 1.231, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih besar dari nilai t hitung, demikian juga tingkat signifikansinya sebesar 0.2221 lebih besar dari taraf signifikan yaitu $= 0.05$. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a ditolak dan H_0 diterima.

Selanjutnya berdasarkan persamaan regresi diatas menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai koefisien regresi positif dengan debt ratio yaitu koefisien $b_2 = 0.604156$, yang berarti setiap kenaikan prosentase kepemilikan institusional sebesar 1 %, maka debt ratio akan naik sebesar 0.604156 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran Institutional ownership tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio perusahaan. Dan arah hubungan dalam penelitian ini tidak konsisten dengan teori dimana variabel kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan debt ratio. Dari hasil diatas menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai hubungan positif. Berdasar hasil ini, hipotesis yang menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap hutang ditolak.

Hasil penelitian yang menunjukkan arah koefisien yang positif tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak mampu mengurangi konflik keagenan hutang, karena kehadiran kepemilikan institusional tidak mampu menurunkan tingkat hutang. Kemungkinannya adalah seperti yang disinyalin oleh Pushner (1995) dalam Bukhari (2005), adalah keberadaan kepemilikan institusional yang menyebar (*high diffusion level of intercorporate shareholder*), terdapat banyak investor institusional dengan porsi kepemilikan saham yang tersebar. Hal ini menyebabkan menurunnya kekuatan kolektif mereka untuk melakukan intervensi dan monitoring secara efektif, sehingga mereka menggunakan hutang sebagai alternatif monitoring, karena dengan hutang dapat mendisiplinkan manajemen walaupun pada sisi

lain dapat meningkatkan resiko kebangkrutan dan financial distress. Hasil ini didukung oleh penelitian Mehran (1999), yang menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan hutang.

Ketidaksignifikanan estimasi parameter institusional menjelaskan bahwa peningkatan kepemilikan institusional seringkali bukan dikarenakan pembelian saham baru (perusahaan tidak menerbitkan saham baru) tetapi karena pembelian saham yang telah ada dan beredar sekarang ini dari pihak pemegang saham individual, dengan demikian tidak ada tambahan dana yang masuk dalam perusahaan sehingga hutang tetap diperlukan sebagai sumber pendanaan perusahaan.

4.2.1.3. Variabel-Variabel Kontrol

4.2.1.3.1. Dividend Payment

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_3 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar -3.638, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih kecil dari nilai t hitung, demikian juga tingkat signifikansinya sebesar 0.0005 lebih kecil dari taraf signifikan yaitu = 0.05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran deviden mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio.

Berdasarkan persamaan regresi diatas menunjukkan bahwa dividend payment mempunyai koefisien regresi negatif dengan debt ratio yaitu koefisien $b_3 = -3.700156$, yang berarti setiap kenaikan prosentase dividend

payment sebesar 1 %, maka debt ratio akan turun sebesar 3.700156 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil peneliti Jensen et.al. (1992) dan Moh'd et.al. (1998) yang mengatakan bahwa pembayaran deviden muncul sebagai pengganti hutang dalam struktur modal. Selain itu, pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer sehingga mengurangi kekuasaan manajer, dan membuat pembayaran dividen mirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru sehingga mengurangi biaya keagenan.

Variabel dividen punya koefisien negatif dan signifikan, hasil ini menunjukkan adanya substitusi antara hutang dan dividen. Hasil ini didukung penelitian Crutchley (1999) yang menyatakan bahwa perusahaan akan mengatur kebijakan hutang dan dividennya untuk mendapatkan laba ditahan, dan melakukan trade off diantara dua kebijakan tersebut. Bagi perusahaan yang telah menetapkan dividen tinggi, akan memperkecil proporsi keuntungan pada laba ditahan. Kecilnya laba ditahan menyebabkan perusahaan hanya punya sumber pembiayaan internal yang kecil, sehingga perusahaan akan menurunkan hutang, karena hutang akan menyebabkan meningkatkan beban pembayaran perusahaan.

4.2.1.3.2. Firm Size

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_4 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar 2.512, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih kecil dari nilai t hitung, dan tingkat signifikansinya sebesar 0.0141 lebih kecil dari taraf signifikan yaitu = 0.05. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran firm size mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio.

Berdasarkan persamaan regresi di atas menunjukkan bahwa firm size mempunyai arah koefisien regresi positif dengan debt ratio yaitu koefisien $b_4 = 0.2085$, yang berarti setiap kenaikan prosentase firm size sebesar 1 %, maka debt ratio akan meningkat sebesar 0.2085 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Koefisien regresi firm size positif ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Homaifar et.al. (1994) dan Moh'd et.al. (1998). Dalam hal ini perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar. Selanjutnya perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal ini disebabkan karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana. Perusahaan yang berukuran besar akan menghadapi risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang ukurannya kecil, sehingga kemungkinan perusahaan yang besar mengalami kebangkrutan itu kecil.

4.2.1.3.3. Asset Structure

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_5 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar 1.0869, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih besar dari nilai t hitung, dan tingkat signifikansinya sebesar 0.2804 lebih besar dari taraf signifikan yaitu $= 0.05$. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a ditolak dan H_0 diterima.

Berdasarkan persamaan regresi diatas menunjukkan bahwa asset structure mempunyai arah koefisien regresi positif dengan debt ratio yaitu koefisien $b_5 = 0.395$, yang berarti setiap kenaikan prosentase asset structure sebesar 1 %, maka debt ratio akan meningkat sebesar 0.395 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran asset structure tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio, namun arah hubungannya konsisten dengan penelitian Moh'd, et.al. (1998).

Hal ini berarti perusahaan di Bursa Efek Jakarta yang dijadikan sampel belum menggunakan fixed asset untuk memperoleh hutang sebagai jaminan kepada kreditor. Perusahaan yang mempunyai struktur aktiva yang fleksibel pada umumnya cenderung menggunakan hutang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel.

4.2.1.3.4. Earning Volatility

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_6 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar -4.3096, sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih kecil dari nilai t hitung, dan tingkat signifikansinya sebesar 0.000 lebih

kecil dari taraf signifikan yaitu $= 0.05$. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran *earning volatility* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*.

Berdasarkan persamaan regresi diatas menunjukkan bahwa *earning volatility* mempunyai arah koefisien regresi negatif dengan *debt ratio* yaitu koefisien $b_6 = -5.794$, yang berarti setiap kenaikan prosentase *earning volatility* sebesar 1 %, maka *debt ratio* akan menurun sebesar 5.794 %, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Tanda yang negatif ini menggambarkan bahwa *earning volatility* mempunyai pengaruh yang berkebalikan dengan rasio hutang. Bila *earning volatility* semakin tinggi, pihak kreditor akan enggan memberikan hutang pada perusahaan sehingga rasio hutang akan turun. Hal ini juga mengindikasikan bahwa *earning volatility* menjadi salah satu pertimbangan bagi pihak kreditor untuk memberikan hutang pada perusahaan karena *earning volatility* yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*).

Penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bradley, et.al. (1984) dan Bathala, et.al. (1994) yang menemukan adanya hubungan yang signifikan dan negatif antara *earning volatility* dengan *debt ratio*. Dengan demikian *earning volatility* dapat digunakan sebagai instrumen penentu untuk meminimumkan *agency cost of debt* pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian.

4.2.1.3.5. Stock Volatility

Berdasarkan hasil perhitungan terhadap parameter b_7 pada tabel 4.6 diperoleh nilai t hitung sebesar -0.3684 , sedangkan nilai t tabel adalah 1.980 lebih besar dari nilai t hitung, dan tingkat signifikansinya sebesar 0.7136 lebih besar dari taraf signifikan yaitu $= 0.05$. Dengan demikian, secara parsial hipotesis alternatif H_a ditolak dan H_0 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa kehadiran stock volatility tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio.

Berdasarkan persamaan regresi diatas menunjukkan bahwa stock volatility mempunyai arah koefisien regresi negatif dengan debt ratio yaitu koefisien $b_7 = -0.0713$, yang berarti setiap kenaikan prosentase stock volatility sebesar 1% , maka debt ratio akan turun sebesar 0.0713% , dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Penelitian ini tidak konsisten dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Crutceley, et.al. (1989) dan Bathala, et.al. (1994) yang menemukan adanya hubungan yang signifikan dan positif antara stock volatility dengan debt ratio. Tanda yang negatif ini menggambarkan bahwa stock volatility mempunyai pengaruh yang berkebalikan dengan rasio hutang. Peningkatan risiko diantisipasi dengan penurunan penggunaan hutang sehingga perusahaan dapat memperkecil kemungkinan terhadap risiko kebangkrutan dan financial distress. Penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan karena faktor risiko berdasarkan volatilitas harga saham bukan satu-satunya ukuran risiko.

4.2.2. Pengujian Secara Simultan (Uji F)

Pengujian secara simultan dilakukan dengan menggunakan statistik uji-F (F test), Dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$ dan df (derajat bebas) $(k-1)$ untuk numerator, $(n-k)$ untuk denominator, dimana jika $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka menerima H_a atau menolak H_0 , dan jika $F_{hitung} < F_{tabel}$ maka menolak H_a atau menerima H_0 . pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan variabel dependen.

Variabel independen yang terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dividend payment, firm size, asset structure, earning volatility dan stockvolatility. Berdasarkan tabel 4.7 diatas diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 9.894 dengan tingkat signifikansi sebesar 0.000 pada taraf signifikan $\alpha = 0.05$. sedangkan nilai F_{tabel} adalah sebesar 2.09. Dengan demikian F_{hitung} lebih besar dari F_{tabel} dan tingkat signifikannya 0.000 lebih rendah dari taraf signifikan pada $\alpha = 0.05$. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen diatas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio perusahaan. Dengan kata lain, semua variabel yang mencerminkan biaya keagenan pada industri manufaktur yang go public di Bursa Efek Jakarta dapat dipakai sebagai instrument penentu kebijakan hutang untuk meminimumkan total biaya keagenan.

4.2.3. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (*Adjusted R-squared*) digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. *Adjusted R-squared* memiliki nilai antara 0-1, semakin mendekati 1 menunjukkan pengaruh yang semakin kuat, sedangkan semakin mendekati 0 berarti pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen lemah

Dari hasil regresi (Tabel 4.7) diperoleh koefisien multiple korelasi antara variabel independen dengan variabel dependen dari persamaan regresi berganda adalah sebesar 0.686 ($R = 68.6\%$), ini berarti bahwa tingkat keeratan hubungan antara variabel independen dan dependen adalah 68.6 %. Nilai koefisien determinasi ($R^2 = 0.470$), ini berarti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 47 %. Dengan kata lain bahwa 47 % perubahan didalam debt ratio perusahaan pada industri manufaktur di BEJ mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dan variabel kontrolnya, sedangkan sisanya sebesar 53 % dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan didalam model. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak faktor-faktor lain diluar struktur kepemilikan dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yang juga mempengaruhi debt ratio perusahaan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan dibahas mengenai kesimpulan penelitian, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini membuktikan secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dan beberapa variabel kontrol lainnya yang dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Penelitian ini hanya membatasi perusahaan-perusahaan yang listing di BEJ pada rentang waktu antara tahun 2001-2004. Dalam penelitian ini ada tujuh variabel bebas yaitu dua variabel independen struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dan lima variabel independen kontrol lainnya (dividend payment, firm size, asset structure, earning volatility dan stock volatility).

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang dikemukakan pada bab terdahulu, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa semua variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap debt ratio perusahaan. Dengan kata lain, semua variabel yang mencerminkan biaya keagenan dapat digunakan sebagai instrumen penentu kebijakan hutang untuk

meminimumkan total biaya keagenan. Hasil ini didukung oleh nilai F hitung yang signifikan pada $\alpha = 1\%$.

2. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa tidak semua variabel independen sebagai instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan. Pengujian terhadap variabel struktur kepemilikan menunjukkan bahwa tidak semua variabel struktur kepemilikan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio. Variabel yang berpengaruh dalam struktur kepemilikan dalam penelitian ini adalah kepemilikan saham oleh manajerial sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa kedua variabel struktur kepemilikan ini mempunyai arah hubungan positif dengan debt ratio, yang dimana arah hubungannya tidak sesuai dengan teori. Hasil ini menunjukkan bahwa adanya struktur kepemilikan baik kepemilikan manajerial maupun kepemilikan institusional tidak dapat mengurangi peranan utang dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer sehingga tidak mengurangi total biaya keagenan.
3. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa dari lima variabel kontrol dalam model penelitian hanya dua yang tidak berpengaruh signifikan terhadap debt ratio yaitu asset structure dan stock volatility, sedangkan dividend payment, firm size dan earning volatility mempunyai pengaruh signifikan terhadap debt ratio. Dari hal tersebut maka dari lima variabel kontrol, tiga variabel dapat dijadikan instrumen pendukung kebijakan hutang untuk meminimumkan biaya keagenan. Variabel dividend

payment mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan negatif terhadap debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dalam sampel penelitian ini telah menggunakan pembayaran deviden sebagai alat untuk mengendalikan masalah keagenan. Variabel firm size mempunyai pengaruh signifikan dan berhubungan positif terhadap debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa seiring dengan perkembangan usahanya maka perusahaan akan cenderung menggunakan hutang. Variabel asset structure tidak berpengaruh signifikan terhadap debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam penelitian tidak menggunakan aset sebagai jaminan untuk mendapatkan hutang, namun arah hubungan sudah sesuai dengan teori. Variabel earning volatility mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap debt ratio. Hal ini menunjukkan bahwa pihak kreditor akan enggan memberikan hutang bila earning volatility semakin tinggi sehingga ratio hutang akan turun, dengan demikian earning volatility dapat digunakan sebagai instrumen penentu untuk meminimumkan agency cost of debt pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian. Variabel stock volatility tidak berpengaruh signifikan terhadap debt ratio dan arah hubungannya tidak sesuai dengan teori. Hal ini menunjukkan bahwa manajer akan cenderung mengurangi hutang apabila stock volatility semakin tinggi karena dapat memperkecil kemungkinan terhadap risiko kebangkrutan dan financial distress.

5.2. Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian ini hanya membatasi perusahaan-perusahaan yang listing pada rentang waktu antara tahun 2001 sampai dengan 2004, dimana perusahaan tersebut harus mempunyai data kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dalam satu perusahaan yang sama, sehingga jumlah perusahaan yang dapat dijadikan sampel sangat terbatas dan juga adanya perusahaan yang listing pada kurun waktu 2001-2004 yang tidak memiliki data yang berkaitan dengan variabel yang diteliti sehingga dapat mengurangi sampel yang diteliti.
2. Penelitian ini hanya terbatas pada industri manufaktur, sehingga tidak dapat digeneralisir untuk sektor industri yang lain.
3. Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini belum banyak menjelaskan pengaruhnya pada variabel dependennya yaitu kebijakan hutang perusahaan, dimana dibuktikan dengan nilai koefisien determinasi yang rendah yaitu 0.47 (47 %), hal ini menunjukkan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

5.3. Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Berdasarkan kesimpulan yang telah dikemukakan, maka saran-saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut:

1. Memperpanjang periode penelitian dan menambah sampel perusahaan agar dapat menambah sampel yang diteliti, sehingga didapatkan jumlah dan kualitas data yang lebih memadai untuk diamati.

2. Diharapkan penelitian lebih lanjut dapat menggunakan sampel dari sektor industri yang lain misalnya perusahaan keuangan atau perbankan, karena perusahaan keuangan atau perbankan mempunyai spesifikasi tertentu.
3. Variabel independen yang digunakan harus lebih dikembangkan. Pengembangan ini perlu dilakukan mengingat banyak variabel lain yang berperan dalam mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan, dan perlu pertimbangan variabel-variabel dividend payment, firm size dan earning volatility dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan hutang perusahaan, karena variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap debt ratio perusahaan. Hal tersebut diharapkan dapat meminimumkan biaya keagenan dan memaksimumkan nilai perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Wahidahwati, 2002, "*Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency*", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.5, No.1, hal 1-16.
- Wahidahwati, 2002, "*Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan dividen*", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Hidayat, 2004, "*Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Faktor Internal Perusahaan dan Faktor Eksternal Perusahaan Terhadap kebijakan hutang Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Eefek Jakarta*", Skripsi, UII, Yogyakarta.
- Faisal, 2000, "*Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap kebijakan hutang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Eefek Jakarta*", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Ardiati, Andamari Dian, 2004, "*Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Deviden*", Skripsi, UII, Yogyakarta.
- Arifin, Zainal, 2005, *Teori Keuangan dan Pasar Modal*, Ekonisia – FE UII, Yogyakarta.
- Widarjono, Agus, 2005, *Ekonometrika (Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis)*, Ekonisia – FE UII, Yogyakarta.
- Tarjo, 2002, "*Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan utang pada Perusahaan Mempublik di Indonesia*", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.

- Sartono, Agus, 2001, "*Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan deviden: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*", *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.2, No.6, hal 107-119.
- Bukhori, Iskandar, 2005, "Pengaruh Kepemilikan Saham Institusional dan Investment Opportunity Set Terhadap Pilihan Kebijakan Perusahaan", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Suteja, Jaja, 2001, "Kepemilikan Institusional Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Insiders: Pengujian Teori Keagenan", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Mahadwartha Anom Putu dan Hartono Jogiyanto, 2002, "*Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen*", *Simposium Nasional Akuntansi*, Vol.5, hal 635-647.
- Nugroho, 2002, "Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Utang dan Kepemilikan Manajerial Dalam Kerangka Agency", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Ismiyanti, Fitri, 2003, "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.
- Santra, I Ketut, 2004, "Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal Perusahaan", Tesis, Program Pasca Sarjana, UGM, Yogyakarta.

Lampiran 1

Nama Perusahaan Sampel

No	Kode	Nama Perusahaan
1	GGRM	PT. Gudang Garam Tbk.
2	BUDI	PT. Budi Acid Jaya Tbk.
3	KICI	PT. Kedaung Indah Can Tbk.
4	CEKA	PT. Cahaya Kalbar Tbk.
5	BRNA	PT. Berlina Co. Ltd. Tbk.
6	JPRS	PT. Jaya Pari Steel Tbk.
7	LION	PT. Lion Metal Works Tbk.
8	SSTM	PT. Sunson Textile Manufacturer Tbk.
9	BRPT	PT. Barito Pacific Timber Tbk.
10	LMSH	PT. Lionmesh Prima Tbk.
11	IKAI	PT. Intikeramik Alamasri Industri Tbk.
12	STTP	PT. Siantar Top Tbk.
13	HDTX	PT. Panasia Indosyntec Tbk.
14	MYRX	PT. Hanson Industri Utama Tbk.
15	AKRA	PT. Aneka Kimia Raya Tbk.
16	ETWA	PT. Eterindo Wahanatama Tbk.
17	LTLS	PT. Lautan Luas Tbk.
18	APLI	PT. Asiaplast Industries Tbk.
19	JKSW	PT. Jakarta Kyoei Steel Works L. Tbk.
20	BRAM	PT. Branta Mulia Tbk.
21	PRAS	PT. Prima Alloy Steel Tbk.
22	INTD	PT. Inter Delta Tbk.
23	SUDI	PT. Surya Dumai Industri Tbk.
24	TIRA	PT. Tira Austenite Tbk.
25	MTDL	PT. Metrodata Electronics Tbk.

LAMPIRAN 2

DAFTAR PERUSAHAAN YANG MENJADI SAMPEL (DATA SEBELUM DIOLAH)

NAMA PERUSAHAAN	TAHUN	LONGTERM DEBT	TOTAL EKUITAS	MOWN	INSTITUT	DIVIDEN PAYOUT	NET SALES	FIXED ASSET	TOTAL ASSET	OPERT. INCOME	STOCVOLT
PT. GUIDANG GARAM	2001	191400	8198192	1.75	72.12	27.65	17970450	2191965	13448124	3389977	0.02306
PT. BUDI ACID JAYA	2001	526823	133229	1.12	73.25	0	823660	552646	1002993	93285	0.04772
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2001	52855	133462	4.6	76.35	0	117678	70431	216942	13759	0.04267
PT. CAHAYA KALBAR	2001	20108	217261	5.34	77.62	0	149108	177091	304291	5971	0.03584
PT. BERLINA	2001	19039	112846	10.57	56.42	0	211670	71146	211662	58850	0.03723
PT. JAYA PARI STEEL	2001	1669	51756	15.53	29.76	0	94887	34586	93979	5308	0.06689
PT. LION METAL WORKS	2001	0	85751	0.18	57.7	26.61	69834	16570	100099	11639	0.04572
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2001	317289	260760	8.08	57.37	0.23	598805	479887	817268	65706	0.03756
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2001	136383	-1121416	7.95	64.34	0	1600691	462804	6520276	-165210	0.05534
PT LIONMESH PRIMA	2001	1519	9769	25.78	32.22	0	50672	14670	39262	4368	0.02297
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2001	933267	-152929	7.06	63.53	0	183861	605640	923679	-9448	0.04394
PT SIANTAR TOP	2001	27225	239051	6.28	65.5	0	518463	235587	404060	40625	0.06699
PT PANASIA INDOSYNTEC	2001	978299	167242	5.79	55	0	1309066	1544786	669615	73703	0.04309
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2001	55854	-70443	0.55	11.79	0	314677	478330	675815	-67670	0.06283
PT ANEKA KIMIA RAYA	2001	95843	383613	0.46	70.6	0	1455125	104261	623789	51873	0.04385
PT ETERINDO WAHANATAMA	2001	238962	-318159	0.33	68.98	0	1211278	2279817	3261185	-40683	0.05958
PT LAUTAN LUAS	2001	201412	389915	3.64	63.33	24.69	1039517	182757	762821	72078	0.02381
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2001	34248	158039	15.37	57.69	0	156877	179734	233600	5076	0.06029
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2001	44329	-386617	1.33	65.34	0	30476	99246	465927	-7090	0.08001
PT BRANTA MULIA	2001	986650	476429	18.7	70.3	0	1334884	998969	1809573	258630	0.05652
PT PRIMA ALLOY STEEL	2001	162156	27325	9.7	79.94	0	179846	111936	528453	22127	0.02813
PT INTER DELTA	2001	1357	-47073	4.64	24.24	0	102004	5666	57165	-14810	0.10365
PT SURYA DUMAI	2001	159898	-532727	5.92	63.93	0	495383	845083	1451989	10	0.02325
PT TIRA AUSTENITE	2001	6357	60010	0.89	97.28	0	103700	18764	107219	9173	0.02308
PT METRODATA ELECTRONIC	2001	36559	310332	0.41	13.26	20.58	1139133	71588	537519	51252	0.0546

LANJUTAN LAMPIRAN 2

PT. GUDANG GARAM	2002	215936	9709701	1.74	72.12	27.66	20939084	3800069	15452703	3455030	0.02319
PT. BUDIACID JAYA	2002	645520	139206	1.12	73.25	0	771989	547363	931900	23953	0.04465
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2002	46099	126689	4.6	76.33	0	105784	88517	202955	5289	0.03847
PT. CAHAYA KALBAR	2002	12850	227012	5.34	50.08	0	172968	181227	300442	7610	0.02943
PT. BERLINA	2002	46064	142734	10.51	51.42	0	225911	121031	259311	56779	0.02532
PT. JAYA PARI STEEL	2002	6174	67620	2.2	30.78	0	263037	30720	127431	20699	0.05567
PT. LION METAL WORKS	2002	2214	94506	0.18	57.7	30.66	83535	15869	108263	17449	0.02525
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2002	271363	280925	10.43	57.37	0	507144	485540	811519	20841	0.04393
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2002	1973167	1226949	2.78	60.19	0	2259386	542871	6783881	-75707	0.05747
PT LIONMESH PRIMA	2002	1638	11248	25.78	32.22	16.22	57462	13767	34853	789	0.07339
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2002	494789	131944	5.33	72.44	0	189071	562615	812188	-25228	0.05439
PT SIANTAR TOP	2002	31568	269316	6.28	66.5	0	627774	244297	470452	39314	0.03117
PT PANASIA INDOSYNTEC	2002	1210021	276460	5.79	55	0	1164127	1417526	2010353	-74141	0.04887
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2002	133553	348225	0.55	10.76	0	247004	448138	656323	-50582	0.09116
PT ANEKA KIMIA RAYA	2002	43959	425089	0.46	73.35	0	1288511	157859	614832	44556	0.09959
PT ETERINDO WAHANATAMA	2002	2691212	-339644	0.29	60.25	0	1324472	2089279	2928341	26462	0.06981
PT LAUTAN LUAS	2002	212907	396699	3.64	63.03	20.05	1113638	283651	902286	49381	0.02847
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2002	69321	146310	15.37	46.16	0	177912	234436	282217	-6701	0.0902
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2002	16271	-363101	1.33	65.34	0	189413	91222	538583	4	0.09601
PT BRANTA MULIA	2002	678482	564215	17.31	72.08	0	1304368	905976	1641446	133805	0.04431
PT PRIMA ALLOY STEEL	2002	186337	50208	9.14	79.76	0	192471	105937	303102	1114	0.03154
PT INTER DELTA	2002	2498	-68165	4.64	55.86	0	71685	4473	40716	-11853	0.02625
PT SURYA DUMAI	2002	1075535	-756242	5.92	63.93	0	521818	638949	1316839	18998	0.01021
PT TIRA AUSTENITE	2002	26948	63564	0.89	97.28	0	96956	10947	199563	5862	0.00711
PT METRODATA ELECTRONIC	2002	72008	216624	0.41	14.56	0	994803	54065	452479	26116	0.04043

LANJUTAN LAMPIRAN 2

PT. GUDANG GARAM	2003	310325	10970871	1.74	72.12	31.39	23137376	4936413	17338899	2930647	0.01866
PT. BUDI ACID JAYA	2003	639251	143272	1.12	73.25	0	634118	551238	927249	40426	0.03681
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2003	28364	111355	4.6	76.33	-0.21	84274	79685	177457	-18152	0.03545
PT. CAHAYA KALBAR	2003	12400	228645	5.34	50.08	0.28	180498	159484	296249	985	0.0274
PT. BERLINA	2003	33711	138224	10.51	51.42	0	214496	160006	268556	31989	0.02262
PT. JAYA PARI STEEL	2003	7300	79041	2.2	32.18	0	247886	28776	114749	21748	0.05239
PT. LION METAL WORKS	2003	2908	103415	0.18	57.7	37.3	87997	15420	119865	17419	0.02594
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2003	244702	339375	10.4	57.37	0	526184	558492	913734	10363	0.0721
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2003	2238706	-430120	2.74	59.29	0	1871209	408505	3317768	-287641	0.04928
PT LIONMESH PRIMA	2003	9044	12215	25.78	32.22	14.04	66106	12653	34163	2380	0.04096
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2003	458668	92490	5.33	72.44	0	187813	524203	741492	-27169	0.0514
PT SIANTAR TOP	2003	40615	300499	8.18	65.5	0	701077	268915	505507	49656	0.02416
PT PANASIA INDOSYNTEC	2003	1045390	247184	5.79	55	0	978309	1293913	1863039	-131411	0.02629
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2003	116213	330227	0.55	10.76	0	298008	421371	678357	4870	0.14774
PT ANEKA KIMIA RAYA	2003	97158	471060	0.47	73.35	19.31	1382082	190242	692237	44450	0.05385
PT ETERINDO WAHANATAMA	2003	47237	392306	0.29	73.78	0	545485	346	439997	9795	0.09194
PT LAUTAN LUAS	2003	491692	399392	3.64	63.03	20.4	1258443	380158	1228714	55604	0.04549
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2003	68596	146583	15.37	46.19	0	169063	228024	293099	16433	0.12045
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2003	16328	-324882	1.33	65.34	0	105893	87935	376676	-9555	0.10087
PT BRANTA MULIA	2003	496242	635767	17.31	70.3	0	1235382	848545	1543441	87592	0.0345
PT PRIMA ALLOY STEEL	2003	107868	114144	5.91	86.91	0.1	391433	108124	368825	29499	0.03809
PT INTER DELTA	2003	23789	-33207	4.64	57.04	0	72258	3687	35136	-6149	0.05911
PT SURYA DUMAI	2003	349525	-270067	4.67	71.52	0	338222	484593	884858	-65300	0.02894
PT TIRA AUSTENITE	2003	79718	66259	0.89	95.39	0	224717	158632	284579	20039	0.04692
PT METRODATA ELECTRONIC	2003	80652	216961	0.4	13.6	0	944300	72040	452368	31134	0.04356

LANJUTAN LAMPIRAN 2

PT. GUDANG GARAM	2004	387288	12183853	1.74	72.12	53.74	24291692	6927897	20591389	2918260	0.01708
PT. BUDI ACID JAYA	2004	402060	189461	1.12	73.25	0	929548	562843	940868	89367	0.03902
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2004	32769	91226	4.6	78.33	0	87921	81477	169918	-11571	0.03971
PT. CAHAYA KALBAR	2004	19490	204552	5.34	50.08	0	167612	178634	290337	-10682	0.04022
PT. BERLINA	2004	183293	142607	10.51	51.42	0	267546	173017	406984	40689	0.0237
PT. JAYA PARI STEEL	2004	6573	130167	2.2	32.18	0	379928	25731	245437	67928	0.04229
PT. LION METAL WORKS	2004	7403	120511	0.18	57.7	22.08	111114	18225	146703	29222	0.03564
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2004	192572	290820	10.4	57.37	0	548070	539372	923895	-12766	0.04555
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2004	2270945	-584994	2.74	61.97	0	1278060	371698	3348386	39849	0.05641
PT LIONMESH PRIMA	2004	6720	17480	25.61	37.56	6.97	89238	11749	42748	9175	0.05674
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2004	379578	94202	5.34	72.44	0	223074	482303	751317	4619	0.05876
PT SIANTAR TOP	2004	41918	317963	6.28	71.22	0	712558	250677	470177	47872	0.02325
PT PANASIA INDOSYNTEC	2004	500778	275629	4.35	66.21	0	1073768	667611	1113478	-46902	0.02758
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2004	81764	332992	0.55	10.76	0	365186	419463	713330	19917	0.6665
PT ANEKA KIMIA RAYA	2004	38531	859310	0.13	85.35	32.79	2187493	767100	1690251	175970	0.05066
PT ETERINDO WAHANATAMA	2004	52428	353945	0.25	73.78	0	106851	1132	489392	2532	0.0368
PT LAUTAN LUAS	2004	294500	455795	3.64	63.03	25.54	1705596	442133	1424973	131732	0.03473
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2004	72045	139168	15.37	46.43	0	241690	218833	309088	11969	0.09027
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2004	16380	-366318	1.33	65.34	0	87332	48871	309187	1312	0.07608
PT BRANTA MULIA	2004	511182	710744	17.31	70.34	26.52	1472678	814269	1710352	147268	0.04462
PT PRIMA ALLOY STEEL	2004	92305	124954	5.91	86.91	0	541705	110451	438201	27608	0.04659
PT INTER DELTA	2004	3887	-33007	4.64	57.14	0	78738	3662	33435	1185	0.0595
PT SURYA DUMAI	2004	305754	-335614	4.67	71.52	0	288517	438539	771294	-11445	0.00168
PT TIRA AUSTENITE	2004	27707	69138	2.02	96.43	0	118567	54334	177739	1754	0.01859
PT METRODATA ELECTRONIC	2004	51320	234152	0.41	13.07	0	1260770	54819	611042	50071	0.04704

LAMPIRAN 3

DAFTAR PERUSAHAAN YANG MENJADI SAMPEL (DATA SETELAH DIOLAH)

NAMA PERUSAHAAN	TAHUN	DEBT	MOWN	INST	DIVD	SIZE	ASSET	ERNVOLT	STOCVOLT
PT. GUDANG GARAM	2001	0.022813982	0.0175	0.7212	0.2765	16.7042393	0.16299411	0.252078059	0.02306
PT. BUDI ACID JAYA	2001	0.798153782	0.0112	0.7325	0	13.6215131	0.550996866	0.093006631	0.04772
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2001	0.283683185	0.046	0.7635	0	11.67570736	0.324653594	0.063422482	0.04267
PT. CAHAYA KALBAR	2001	0.084711989	0.0534	0.7762	0	11.91242615	0.581979092	0.019622664	0.03584
PT. BERLINA	2001	0.144360617	0.1057	0.5642	0	12.26278374	0.336130245	0.278037626	0.03723
PT. JAYA PARI STEEL	2001	0.031240056	0.1553	0.2976	0	11.46044199	0.368018387	0.056480703	0.06689
PT. LION METAL WORKS	2001	0	0.0018	0.577	0.2661	11.10996721	0.165536119	0.116274888	0.04572
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2001	0.548896374	0.0808	0.5737	0.0023	13.28585034	0.585960786	0.080397128	0.03756
PT. BARITO PACIFIC TIMBER	2001	-0.13845526	0.0795	0.6434	0	14.28594597	0.070979204	-0.025337884	0.05534
PT. LIONMESH PRIMA	2001	0.134567682	0.2578	0.3222	0	10.83312877	0.373643727	0.111252611	0.02297
PT. INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2001	1.195977897	0.0706	0.6353	0	12.12193532	0.655882331	-0.010228662	0.04394
PT. SIANTAR TOP	2001	0.102243537	0.0628	0.655	0	13.15862394	0.583049547	0.100541999	0.06699
PT. PANASIA INDOSYNTEC	2001	0.854006098	0.0579	0.55	0	14.08482446	2.306976397	0.110067725	0.04309
PT. HANSON INDUSTRI UTAMA	2001	-3.828500925	0.0055	0.1179	0	12.65930199	0.707782455	-0.100130953	0.06283
PT. ANEKA KIMIA RAYA	2001	0.199899469	0.0046	0.706	0	14.19060237	0.167141453	0.083157927	0.04385
PT. ETERINDO WAHANATAMA	2001	-3.017311262	0.0033	0.6898	0	14.00718656	0.699080543	-0.01247499	0.05958
PT. LAUTAN LUAS	2001	0.340610187	0.0364	0.6333	0.2469	13.85426674	0.239580452	0.094488746	0.02381
PT. ASIAPLAST INDUSTRIES	2001	0.178108765	0.1537	0.5769	0	11.96321734	0.769409247	0.021729452	0.06029
PT. JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2001	-0.1295079	0.0133	0.6534	0	10.32469477	0.213007617	-0.015216976	0.08001
PT. BRANTA MULIA	2001	0.674365499	0.187	0.703	0	14.10435496	0.552046809	0.14292322	0.06652
PT. PRIMA ALLOY STEEL	2001	0.85579029	0.097	0.7994	0	12.09985621	0.21161827	0.041871273	0.02813
PT. INTER DELTA	2001	-0.029683262	0.0464	0.2424	0	11.53276731	0.099116592	-0.259074609	0.10365
PT. SURYA DUMAI	2001	-0.428877582	0.0592	0.6393	0	13.11304611	0.582017495	6.8671E-06	0.02325
PT. TIRA AUSTENITE	2001	0.095785556	0.0089	0.9728	0	11.54925739	0.175006296	0.08553866	0.02308
PT. METRODATA ELECTRONIC	2001	0.105390454	0.0041	0.1326	0.2058	13.945778	0.133182269	0.095349188	0.0546

LANJUTAN LAMPIRAN 3

PT. GUDANG GARAM	2002	0.02175538	0.0174	0.7212	0.2766	16.85712802	0.245918135	0.22358742	0.02319
PT. BUDI ACID JAYA	2002	0.822605597	0.0112	0.7325	0	13.55672558	0.587362378	0.025703402	0.04465
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2002	0.266795148	0.046	0.7633	0	11.56915456	0.436141016	0.026059964	0.03847
PT. CAHAYA KALBAR	2002	0.053572471	0.0534	0.5008	0	12.06088189	0.603201283	0.025293348	0.02943
PT. BERLINA	2002	0.243985635	0.1051	0.5142	0	12.3278964	0.466740709	0.215104643	0.02532
PT. JAYA PARI STEEL	2002	0.083665339	0.022	0.3078	0	12.441291	0.241071639	0.162433003	0.05567
PT. LION METAL WORKS	2002	0.022890819	0.0018	0.577	0.3066	11.33302098	0.14657824	0.16117233	0.02525
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2002	0.491343285	0.1043	0.5737	0	13.13655027	0.598310083	0.025681469	0.04393
PT. BARITO PACIFIC TIMBER	2002	0.816592336	0.0278	0.6019	0	14.63060365	0.080023662	-0.01159836	0.05747
PT. LIONMESH PRIMA	2002	0.126979199	0.2578	0.3222	0.1622	10.95887914	0.395001865	0.022637936	0.07339
PT. INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2002	0.789473348	0.0533	0.7244	0	12.14987788	0.692715233	-0.031061774	0.05439
PT. SIANTAR TOP	2002	0.10491751	0.0628	0.655	0	13.34993651	0.519281457	0.083566442	0.03117
PT. PANASIA INDOSYNTEC	2002	0.814017132	0.0579	0.55	0	13.96748201	0.705112983	-0.036879593	0.04887
PT. HANSON INDUSTRI UTAMA	2002	0.27720859	0.0055	0.1076	0	12.41715981	0.682802999	-0.07706876	0.09116
PT. ANEKA KIMIA RAYA	2002	0.093719619	0.0046	0.7335	0	14.0689785	0.256751438	0.072468577	0.06959
PT. ETERINDO WAHANATAMA	2002	1.144432991	0.0029	0.6025	0	14.09652445	0.713468479	0.009036516	0.06981
PT. LAUTAN LUAS	2002	0.349253452	0.0364	0.6303	0.2005	13.92314269	0.31436928	0.054728767	0.02847
PT. ASIAPLAST INDUSTRIES	2002	0.32147975	0.1537	0.4616	0	12.08904433	0.830701196	-0.02374414	0.0802
PT. JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2002	-0.046913473	0.0133	0.6534	0	12.1516851	0.16937408	7.4269E-06	0.09601
PT. BRANTA MULIA	2002	0.545975407	0.1731	0.7206	0	14.08122919	0.551937743	0.081516541	0.04431
PT. PRIMA ALLOY STEEL	2002	0.787744404	0.0914	0.7976	0	12.16770077	0.349593406	0.00367533	0.03154
PT. INTER DELTA	2002	-0.039235397	0.0464	0.5586	0	11.1800368	0.109659532	-0.291114058	0.02625
PT. SURYA DUMAI	2002	3.368489131	0.0592	0.6393	0	13.16507415	0.485214214	0.014426972	0.01021
PT. TIRA AUSTENITE	2002	0.297728478	0.0089	0.9728	0	11.48201255	0.054854858	0.029374183	0.00711
PT. METRODATA ELECTRONIC	2002	0.249480307	0.0041	0.1456	0	13.81030001	0.119486208	0.057717596	0.04043

LAMBUJUTAN LAMPARAN 3

PT. GUDANG GARAM	2003	0.027508166	0.0174	0.7212	0.3139	16.95895988	0.284701641	0.169021516	0.01866
PT. BUDI ACID JAYA	2003	0.816910174	0.0112	0.7325	0	13.35999034	0.594487565	0.043597782	0.03681
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2003	0.203007465	0.046	0.7633	-0.0021	11.34182867	0.449038359	-0.102289569	0.03545
PT. CAHAYA KALBAR	2003	0.051442677	0.0534	0.5008	0.0028	12.10347498	0.540167791	0.003336167	0.0274
PT. BERLINA	2003	0.196068282	0.1051	0.5142	0	12.27604837	0.600271613	0.120008554	0.02262
PT. JAYA PARI STEEL	2003	0.084548476	0.022	0.3218	0	12.42072424	0.250773427	0.189526706	0.05239
PT. LION METAL WORKS	2003	0.02735062	0.0018	0.577	0.373	11.385058	0.128644725	0.14532182	0.02594
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2003	0.418955035	0.104	0.5737	0	13.17340824	0.611219458	0.011341375	0.0721
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2003	1.237821149	0.0274	0.5929	0	14.4420953	0.123128451	-0.086697141	0.04928
PT LIONMESH PRIMA	2003	0.425419822	0.2578	0.3222	0.1404	11.08377199	0.370371454	0.069666013	0.04096
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2003	0.832189661	0.0533	0.7244	0	12.14320207	0.706957054	-0.036640989	0.0514
PT SIANTAR TOP	2003	0.119065767	0.0818	0.655	0	13.460373	0.531970873	0.098230094	0.02416
PT PANASIA INDOSYNTEC	2003	0.808766075	0.0579	0.55	0	13.79358085	0.694517399	-0.070535829	0.02629
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2003	0.260310456	0.0055	0.1076	0	12.60487561	0.621164077	0.007179111	0.14774
PT ANEKA KIMIA RAYA	2003	0.170987192	0.0047	0.7335	0.1931	14.13910162	0.274822062	0.064212112	0.05385
PT ETERINDO WAHANATAMA	2003	0.107468439	0.0029	0.7378	0	13.20943059	0.000789369	0.022261515	0.09194
PT LAUTAN LUAS	2003	0.551790852	0.0364	0.6303	0.204	14.0453858	0.309395026	0.045253818	0.04549
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2003	0.318785756	0.1537	0.4619	0	12.03802671	0.777978042	0.056066638	0.12045
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2003	-0.052917804	0.0133	0.6534	0	11.57018443	0.233443968	-0.025366628	0.10087
PT BRANTA MULIA	2003	0.43837284	0.1731	0.703	0	14.02689079	0.549774821	0.056751116	0.0345
PT PRIMA ALLOY STEEL	2003	0.485865629	0.0591	0.8691	0.001	12.87568664	0.293158002	0.079981021	0.03809
PT INTER DELTA	2003	-2.525907836	0.0464	0.5704	0	11.18799833	0.104935109	-0.175005692	0.05911
PT SURYA DUMAI	2003	4.398864809	0.0467	0.7152	0	12.73145776	0.547655583	-0.073797152	0.02694
PT TIRA AUSTENITE	2003	0.546099728	0.0089	0.9639	0	12.32259711	0.567425936	0.070416299	0.04692
PT METRODATA ELECTRONIC	2003	0.270896227	0.004	0.136	0	13.75819919	0.159252875	0.068324497	0.04356

LAMPUAN LAMPARAN 3

PT. GUDANG GARAM	2004	0.030807705	0.0174	0.7212	0.5374	17.00564496	0.336446317	0.141722348	0.01708
PT. BUDI ACID JAYA	2004	0.67970537	0.0112	0.7325	0	13.74245373	0.598216753	0.094983568	0.03902
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2004	0.264276785	0.046	0.7633	0	11.38419396	0.479507763	-0.068097553	0.03971
PT. CAHAYA KALBAR	2004	0.086992617	0.0534	0.5008	0	12.02940706	0.615264331	-0.036791728	0.04022
PT. BERLINA	2004	0.562420988	0.1051	0.5142	0	12.49704679	0.425119906	0.09976903	0.0237
PT. JAYA PARI STEEL	2004	0.048069329	0.022	0.3218	0	12.84773704	0.104837494	0.276763487	0.04229
PT. LION METAL WORKS	2004	0.057874822	0.0018	0.577	0.2208	11.61631198	0.124230586	0.199191564	0.03564
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2004	0.398376473	0.104	0.5737	0	13.21415829	0.583802272	-0.013817587	0.04555
PT. BARITO PACIFIC TIMBER	2004	1.346981615	0.0274	0.6197	0	14.06085386	0.11100811	0.011900958	0.05641
PT. LIONMESH PRIMA	2004	0.27768595	0.2561	0.3756	0.0697	11.39906224	0.274843268	0.214629924	0.05674
PT. INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2004	0.801169319	0.0534	0.7244	0	12.31525883	0.641943414	0.006147871	0.05876
PT. SIANTAR TOP	2004	0.116477391	0.0628	0.7122	0	13.47661659	0.533154535	0.101816975	0.02325
PT. PANASIA INDOSYNTEC	2004	0.644994185	0.0435	0.6621	0	13.88668452	0.59957269	-0.042122072	0.02758
PT. HANSON INDUSTRI UTAMA	2004	0.197137594	0.0055	0.1076	0	12.80816209	0.588034991	0.027921159	0.6665
PT. ANEKA KIMIA RAYA	2004	0.042915171	0.0013	0.8535	0.3279	14.5962667	0.453837921	0.104108798	0.05066
PT. ETERINDO WAHANATAMA	2004	0.129014477	0.0025	0.7376	0	11.57919062	0.002313074	0.005173767	0.0368
PT. LAUTAN LUAS	2004	0.392512279	0.0364	0.6303	0.2554	14.3494193	0.310274651	0.09244526	0.03473
PT. ASIAPLAST INDUSTRIES	2004	0.341101163	0.1537	0.4643	0	12.39541119	0.707995781	0.0387236	0.09027
PT. JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2004	-0.046808292	0.0133	0.6534	0	11.37747223	0.15806292	0.004243387	0.07608
PT. BRANTA MULIA	2004	0.418341209	0.1731	0.7034	0.2652	14.20259307	0.476082701	0.086103913	0.04462
PT. PRIMA ALLOY STEEL	2004	0.424861571	0.0591	0.8691	0	13.20247685	0.252055564	0.063003061	0.04659
PT. INTER DELTA	2004	-0.133482142	0.0464	0.5714	0	11.27388116	0.109525946	0.035441902	0.0595
PT. SURYA DUMAI	2004	-10.23958472	0.0467	0.7152	0	12.57250929	0.568575666	-0.0148387	0.00168
PT. TIRA AUSTENITE	2004	0.28609634	0.0202	0.9643	0	11.68323348	0.30569543	0.009868403	0.01859
PT. METRODATA ELECTRONIC	2004	0.179772447	0.0041	0.1307	0	14.0472332	0.089713964	0.081243631	0.04704

LAMPIRAN 4

DAFTAR PERUSAHAAN YANG MENJADI SAMPEL (DATA SETELAH DINORMALKAN)

NAMA PERUSAHAAN	TAHUN	DEBT_TRANS	MOWN_TRANS	INST_TRANS	DIVID	SIZE	ASSET	ERNVOLT	STOCVOLT_TRANS
PT. GUDANG GARAM	2001	-3.78	0.13	0.52	0.28	16.70424	0.1629941	0.2520781	-3.77
PT. BUDI ACID JAYA	2001	-0.23	0.11	0.54	0	13.62151	0.5509969	0.0930066	-3.04
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2001	-1.26	0.21	0.58	0	11.67571	0.3246536	0.0634225	-3.15
PT. CAHAYA KALBAR	2001	-2.47	0.23	0.6	0	11.91243	0.5819791	0.0196227	-3.33
PT. BERLINA	2001	-1.94	0.33	0.32	0	12.26278	0.3361302	0.2780376	-3.29
PT. JAYA PARI STEEL	2001	-3.47	0.39	0.09	0	11.46044	0.3680184	0.0564807	-2.7
PT. LION METAL WORKS	2001	.	0.04	0.33	0.27	11.10987	0.1655361	0.1162749	-3.09
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2001	-0.6	0.28	0.33	0	13.28595	0.5859608	0.0903971	-3.28
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2001	.	0.28	0.41	0	14.28595	0.0709792	-0.025338	-2.89
PT LIONMESH PRIMA	2001	-2.01	0.51	0.1	0	10.83313	0.3738437	0.1112526	-3.77
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2001	0.18	0.27	0.4	0	12.12194	0.6558823	-0.010229	-3.12
PT SIANTAR TOP	2001	-2.28	0.25	0.43	0	13.15862	0.5830495	0.100542	-2.7
PT PANASIA INDOSYNTEC	2001	-0.16	0.24	0.3	0	14.08482	2.306976	0.1100677	-3.14
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2001	.	0.07	0.01	0	12.6593	0.7077825	-0.100131	-2.77
PT ANEKA KIMIA RAYA	2001	-1.61	0.07	0.5	0	14.1906	0.1671415	0.0831579	-3.13
PT ETERINDO WAHANATAMA	2001	.	0.06	0.48	0	14.00719	0.6990805	-0.012475	-2.82
PT LAUTAN LUAS	2001	-1.08	0.19	0.4	0.25	13.85427	0.2395805	0.0944887	-3.74
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2001	-1.73	0.39	0.33	0	11.96322	0.7894092	0.0217295	-2.81
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2001	.	0.12	0.43	0	10.32489	0.2130076	-0.015217	-2.41
PT BRANTA MULIA	2001	-0.39	0.43	0.49	0	14.10435	0.5520468	0.1429232	-2.87
PT PRIMA ALLOY STEEL	2001	-0.16	0.31	0.64	0	12.09986	0.2118183	0.0418713	-3.57
PT INTER DELTA	2001	.	0.22	0.06	0	11.53277	0.0991166	-0.259075	-2.27
PT SURYA DUMA	2001	.	0.24	0.41	0	13.11305	0.5820175	0.0000069	-3.76
PT TIRA AUSTENITE	2001	-2.35	0.09	0.95	0	11.54926	0.1750063	0.0855539	-3.77
PT METRODATA ELECTRONIC	2001	-2.25	0.06	0.02	0.21	13.94578	0.1331823	0.0953492	-2.91

LANJUTAN LAMPIRAN 4

PT. GUDANG GARAM	2002	-3.83	0.13	0.52	0.28	16.85713	0.2459161	0.2235874	-3.76
PT. BUDIACID JAYA	2002	-0.2	0.11	0.54	0	13.55673	0.5873624	0.0257034	-3.11
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2002	-1.32	0.21	0.58	0	11.56915	0.436141	0.02606	-3.26
PT. CAHAYA KALBAR	2002	-2.93	0.23	0.25	0	12.06086	0.6032013	0.0253293	-3.53
PT. BERLINA	2002	-1.41	0.32	0.26	0	12.3279	0.4667407	0.2151046	-3.68
PT. JAYA PARI STEEL	2002	-2.48	0.15	0.09	0	12.44129	0.2410716	0.162433	-2.89
PT. LION METAL WORKS	2002	-3.78	0.04	0.33	0.31	11.33302	0.1465782	0.1611723	-3.68
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2002	-0.71	0.32	0.33	0	13.13655	0.5983101	0.0256815	-3.13
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2002	-0.48	0.17	0.36	0	14.6306	0.0800237	-0.01116	-2.86
PT LIONMESH PRIMA	2002	-2.06	0.51	0.1	0.16	10.95888	0.3950019	0.0226379	-2.61
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2002	-0.24	0.23	0.52	0	12.14988	0.6927152	-0.031062	-2.91
PT SIANTAR TOP	2002	-2.25	0.25	0.43	0	13.34994	0.5192815	0.0835664	-3.47
PT PANASIA INDOSYNTEC	2002	-0.21	0.24	0.3	0	13.96748	0.705113	-0.03688	-3.02
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2002	-1.28	0.07	0.01	0	12.41716	0.682801	-0.077069	-2.4
PT ANEKA KIMIA RAYA	2002	-2.37	0.07	0.54	0	14.069	0.2567514	0.0724686	-2.67
PT ETERINDO WAHANATAMA	2002	0.13	0.05	0.36	0	14.09652	0.7134685	0.0090365	-2.66
PT LAUTAN LUAS	2002	-1.05	0.19	0.4	0.2	13.92314	0.3143693	0.0547288	-3.56
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2002	-1.13	0.39	0.21	0	12.08904	0.8307012	-0.023744	-2.52
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2002		0.12	0.43	0	12.15169	0.1693741	0.0000074	-2.34
PT BRANTA MULIA	2002	-0.61	0.42	0.52	0	14.08123	0.5519377	0.0815165	-3.12
PT PRIMA ALLOY STEEL	2002	-0.24	0.3	0.64	0	12.1677	0.3495094	0.0036753	-3.46
PT INTER DELTA	2002		0.22	0.31	0	11.18004	0.1098585	-0.291114	-3.64
PT SURYA DUMAI	2002	1.21	0.24	0.41	0	13.16507	0.4852142	0.014427	-4.58
PT TIRA AUSTENITE	2002	-1.21	0.09	0.95	0	11.48201	0.0548549	0.0293742	-4.95
PT METRODATA ELECTRONIC	2002	-1.39	0.06	0.02	0	13.8103	0.1194862	0.0577176	-3.21

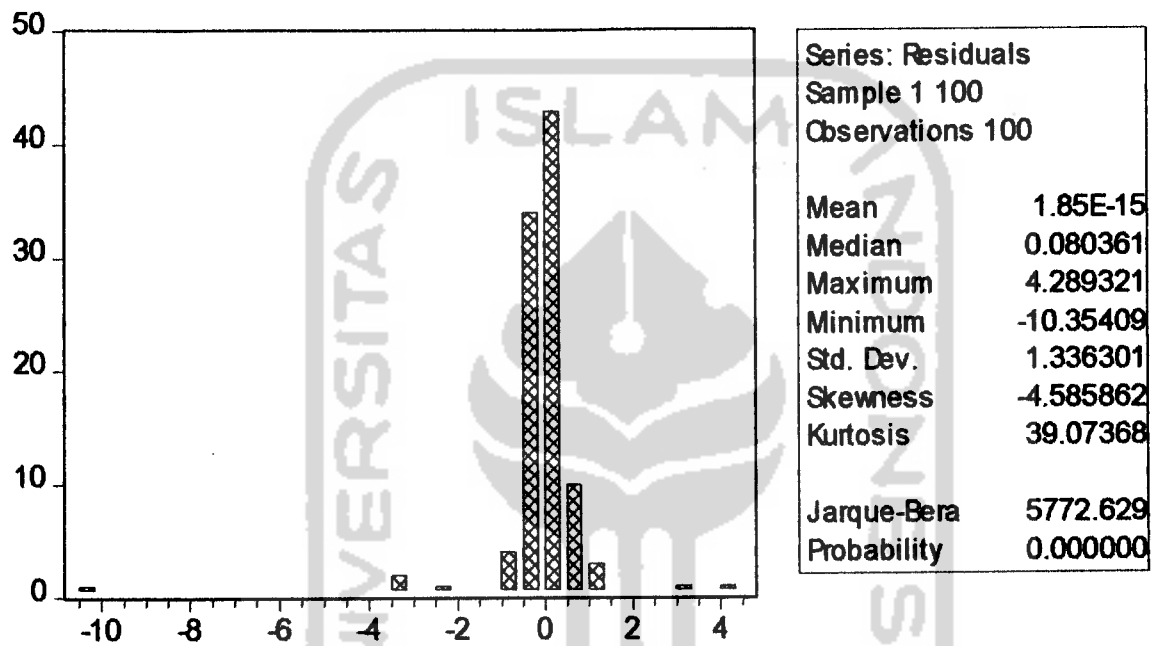
LANJUTAN LAMPIRAN 4

PT. GUDANG GARAM	2003	-3.59	0.13	0.52	0.31	16.95696	0.2847016	0.1690215	-3.98
PT. BUDI ACID JAYA	2003	-0.2	0.11	0.54	0	13.35989	0.5944876	0.0435978	-3.3
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2003	-1.59	0.21	0.58	0	11.34183	0.4490384	-0.10229	-3.34
PT. CAHAYA KALBAR	2003	-2.97	0.23	0.25	0	12.10347	0.5401678	0.0033362	-3.6
PT. BERLINA	2003	-1.63	0.32	0.26	0	12.27605	0.6002716	0.1200086	-3.79
PT. JAYA PARI STEEL	2003	-2.47	0.15	0.1	0	12.42072	0.2507734	0.1895267	-2.95
PT. LION METAL WORKS	2003	-3.6	0.04	0.33	0.37	11.38506	0.1286447	0.1453218	-3.65
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2003	-0.87	0.32	0.33	0	13.17341	0.6112195	0.0113414	-2.63
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2003	0.21	0.17	0.35	0	14.4421	0.1231265	-0.086697	-3.01
PT LIONMESH PRIMA	2003	-0.85	0.51	0.1	0.14	11.08377	0.3703715	0.069666	-3.2
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2003	-0.18	0.23	0.52	0	12.1432	0.7069571	-0.036641	-2.97
PT SIANTAR TOP	2003	-2.13	0.29	0.43	0	13.46037	0.5319709	0.0982301	-3.72
PT PANASIA INDOSYNTEC	2003	-0.21	0.24	0.3	0	13.79358	0.6945174	-0.070536	-3.64
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2003	-1.35	0.07	0.01	0	12.60488	0.6211641	0.0071791	-1.91
PT ANEKA KIMIA RAYA	2003	-1.77	0.07	0.54	0.19	14.1391	0.2748221	0.0642121	-2.92
PT ETERINDO WAHANATAMA	2003	-2.23	0.05	0.54	0	13.20943	0.0007864	0.0222615	-2.39
PT LAUTAN LUAS	2003	-0.59	0.19	0.4	0.2	14.04539	0.309395	0.0452538	-3.09
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2003	-1.14	0.39	0.21	0	12.03803	0.777976	0.0560664	-2.12
PT JAKARTA KYOEI STEEL WORKS LIMITED	2003		0.12	0.43	0	11.57018	0.23345	-0.025367	-2.29
PT BRANTA MULIA	2003	-0.82	0.42	0.49	0	14.02689	0.5497748	0.0567511	-3.37
PT PRIMA ALLOY STEEL	2003	-0.72	0.24	0.76	0	12.87757	0.293158	0.079981	-3.27
PT INTER DELTA	2003		0.22	0.33	0	11.188	0.1049351	-0.175006	-2.83
PT SURYA DUMAI	2003	1.48	0.22	0.51	0	12.73146	0.5476506	-0.073797	-3.61
PT TIRA AUSTENITE	2003	-0.6	0.09	0.91	0	12.3226	0.5574269	0.0704163	-3.06
PT METRODATA ELECTRONIC	2003	-1.31	0.06	0.02	0	13.7582	0.1592509	0.0688245	-3.13

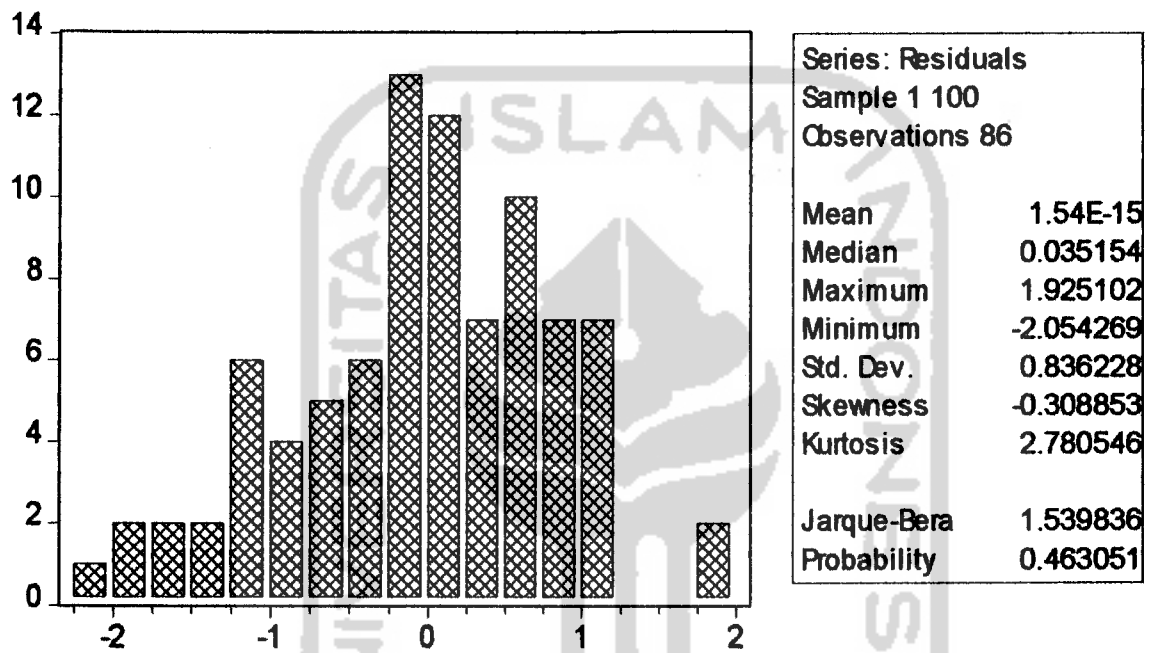
LANJUTAN LAMPIRAN 4

PT. GUDANG GARAM	2004	-3.48	0.13	0.52	0.54	17.00564	0.3364463	0.1417223	-4.07
PT. BUDI ACID JAYA	2004	-0.39	0.11	0.54	0	13.74245	0.5982168	0.0949836	-3.24
PT. KEDAUNG INDAH CAN	2004	-1.33	0.21	0.58	0	11.38419	0.4795078	-0.068098	-3.23
PT. CAHAYA KALBAR	2004	-2.44	0.23	0.25	0	12.02941	0.6152643	-0.036792	-3.21
PT. BERLINA	2004	-0.58	0.32	0.26	0	12.49705	0.4251199	0.0999769	-3.74
PT. JAYA PARI STEEL	2004	-3.04	0.15	0.1	0	12.84774	0.1048375	0.2767635	-3.16
PT. LION METAL WORKS	2004	-2.85	0.04	0.33	0.22	11.61831	0.1242306	0.1991916	-3.33
PT. SUNSON TEXTILE MANUFACTURE	2004	-0.92	0.32	0.33	0	13.21416	0.5838023	-0.013818	-3.09
PT BARITO PACIFIC TIMBER	2004	0.3	0.17	0.38	0	14.06085	0.1110081	0.011901	-2.88
PT LIONMESH PRIMA	2004	-1.28	0.51	0.14	0.07	11.39906	0.2748433	0.2146299	-2.87
PT INTIKERAMIK ALAMASRI INDUSTRI	2004	-0.22	0.23	0.52	0	12.31526	0.6419434	0.0061479	-2.83
PT SIANTAR TOP	2004	-2.15	0.25	0.51	0	13.47662	0.5331545	0.101817	-3.76
PT PANASIA INDOSYNTEC	2004	-0.44	0.21	0.44	0	13.88668	0.5995727	-0.042122	-3.59
PT HANSON INDUSTRI UTAMA	2004	-1.62	0.07	0.01	0	12.80816	0.588035	0.0279212	-0.41
PT ANEKA KIMIA RAYA	2004	-3.15	0.04	0.73	0.33	14.59827	0.4538379	0.1041088	-2.98
PT ETERINDO WAHANATAMA	2004	-2.05	0.05	0.54	0	11.57919	0.0023131	0.0051738	-3.3
PT LAUTAN LUAS	2004	-0.94	0.19	0.4	0.26	14.34942	0.3102747	0.0924453	-3.36
PT ASIAPLAST INDUSTRIES	2004	-1.08	0.39	0.22	0	12.39541	0.7079958	0.0387236	-2.4
PT JAKARTA KYOEI STEELWORKS LIMITED	2004	-0.87	0.12	0.43	0	11.37747	0.1580629	0.0042434	-2.58
PT BRANTA MULIA	2004	-0.87	0.42	0.49	0.27	14.20259	0.4760827	0.0861039	-3.11
PT PRIMA ALLOY STEEL	2004	-0.86	0.24	0.76	0	13.20248	0.2520556	0.0630031	-3.07
PT INTER DELTA	2004		0.22	0.33	0	11.27388	0.1095259	0.0354419	-2.82
PT SURYA DUMAI	2004		0.22	0.51	0	12.57251	0.5685757	-0.014839	-6.39
PT TIRA AUSTENITE	2004	-1.25	0.14	0.93	0	11.69323	0.3056954	0.0098684	-3.99
PT METRODATA ELECTRONIC	2004	-1.72	0.06	0.02	0	14.04723	0.089714	0.0819436	-3.06

Lampiran 5
UJI ASUMSI KENORMALAN
(Sebelum Dinormalkan)



Lampiran 6
UJI ASUMSI KENORMALAN
(Setelah Dinormalkan)



Lampiran 7

UJI ASUMSI MULTIKOLINERITAS DAN AUTOKORELASI

Date: 06/07/06 Time: 20:58

Sample: 1 100

Included observations: 86

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
.*)	.*)	1 -0.175	-0.175	2.7395	0.098
.|. .	.|. .	2 0.001	-0.031	2.7396	0.254
.|* .	.|. .	3 0.066	0.063	3.1404	0.370
.|. .	.|. .	4 0.001	0.025	3.1405	0.535
**|. .	**|. .	5 -0.226	-0.228	7.8971	0.162
.|. .	.*)	6 -0.030	-0.125	7.9832	0.239
.*)	.*)	7 -0.119	-0.163	9.3353	0.229
.|* .	.|* .	8 0.102	0.088	10.337	0.242
.|. .	.|. .	9 -0.014	0.036	10.356	0.322
.|. .	.*)	10 -0.050	-0.093	10.606	0.389
.|* .	.|* .	11 0.163	0.089	13.300	0.274
.|. .	.|. .	12 0.040	0.026	13.466	0.336
.*)	.|. .	13 -0.058	-0.008	13.814	0.387
.|* .	.|. .	14 0.080	0.059	14.492	0.414
.|. .	.|. .	15 -0.014	-0.002	14.514	0.487
.*)	.|. .	16 -0.096	-0.056	15.513	0.487
.|. .	.|. .	17 0.058	0.052	15.884	0.532
.*)	.|. .	18 -0.062	-0.009	16.318	0.570
.|. .	.|. .	19 -0.004	0.002	16.321	0.636
.*)	.*)	20 -0.117	-0.164	17.901	0.594
.|. .	.|. .	21 0.007	-0.049	17.908	0.655
.|. .	.|. .	22 0.015	-0.002	17.935	0.710
.|. .	.|. .	23 -0.002	-0.021	17.935	0.781
.*)	.*)	24 -0.134	-0.135	20.113	0.690
****|. .	****|. .	25 0.503	0.437	51.498	0.001
.*)	.|. .	26 -0.105	0.031	52.884	0.001
.|. .	.|. .	27 0.032	0.054	53.015	0.002
.|* .	.|* .	28 0.097	0.073	54.239	0.002
.|. .	.|. .	29 0.005	-0.006	54.242	0.003
.*)	.|. .	30 -0.152	0.032	57.367	0.002
.|. .	.|. .	31 -0.033	-0.014	57.517	0.003
.|. .	.|* .	32 -0.028	0.133	57.623	0.004
.|. .	.|. .	33 0.042	0.021	57.876	0.005
.|. .	.|. .	34 -0.028	-0.024	57.987	0.006
.|. .	.|. .	35 -0.055	-0.017	58.438	0.008
.|* .	.*)	36 0.105	-0.093	60.119	0.007
.|. .	.|. .	37 0.024	-0.034	60.207	0.009
.|* .	.|* .	38 -0.104	-0.075	61.923	0.008
.|. .	.|. .	39 0.115	0.070	64.036	0.007
.|. .	.|. .	40 0.006	-0.008	64.043	0.009
.*)	.|. .	41 -0.079	0.004	65.080	0.010
.*)	**|. .	42 -0.105	-0.226	66.987	0.008
.|. .	.*)	43 0.002	-0.073	66.988	0.011
.|. .	.|. .	44 0.019	0.038	67.050	0.014
.|* .	.|. .	45 -0.085	0.007	68.388	0.014
.|. .	.|. .	46 -0.013	0.010	68.418	0.018

47	0.057	-0.007	69.053	0.020
48	0.029	0.048	69.224	0.024
49	-0.128	-0.062	72.562	0.016
50	0.243	-0.019	84.929	0.001
51	-0.094	-0.068	86.829	0.001
52	0.031	-0.008	87.047	0.002
53	0.032	0.018	87.288	0.002
54	0.033	0.070	87.547	0.003
55	-0.102	-0.027	90.073	0.002
56	0.015	-0.038	90.133	0.003
57	-0.023	-0.045	90.275	0.003
58	0.002	-0.094	90.276	0.004
59	-0.036	-0.020	90.643	0.005
60	0.004	0.065	90.648	0.006
61	-0.014	-0.073	90.703	0.008
62	0.035	-0.009	91.090	0.009
63	-0.044	0.080	91.729	0.011
64	0.047	-0.077	92.504	0.011
65	0.068	0.039	94.183	0.010
66	-0.063	-0.049	95.706	0.010
67	-0.050	0.120	96.715	0.010
68	-0.047	-0.074	97.646	0.011
69	-0.003	-0.003	97.651	0.013
70	-0.048	0.128	98.750	0.013
71	-0.001	-0.060	98.750	0.016
72	0.029	0.007	99.193	0.019
73	0.029	-0.086	99.672	0.021
74	-0.063	0.054	102.19	0.017
75	0.134	0.012	114.54	0.002
76	-0.088	-0.015	120.34	0.001
77	0.001	-0.054	120.34	0.001
78	0.005	-0.069	120.36	0.001
79	-0.036	-0.115	121.76	0.001
80	-0.057	-0.082	125.84	0.001
81	0.027	0.039	126.90	0.001
82	-0.006	-0.014	126.97	0.001
83	0.008	0.032	127.13	0.001
84	0.039	0.001	132.82	0.001

Lampiran 8
UJI ASUMSI HETEROKEDASTISITAS

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	2.098849	Probability	0.008019
Obs*R-squared	51.17082	Probability	0.038090

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/28/06 Time: 09:30

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-32.58605	24.74715	-1.316760	0.1939
MOWN_TRANS	11.11502	20.47989	0.542729	0.5897
MOWN_TRANS^2	5.794266	15.90605	0.364281	0.7172
MOWN_TRANS*INST_TRANS	-4.451383	7.502051	-0.593355	0.5556
MOWN_TRANS*DIVD	-12.27938	18.00139	-0.682135	0.4983
MOWN_TRANS*SIZE	1.293087	1.433809	0.901855	0.3715
MOWN_TRANS*ASSET	-18.47150	10.37257	-1.780803	0.0810
MOWN_TRANS*ERNVOLT	-7.844297	20.15676	-0.389165	0.6988
MOWN_TRANS*STOCVOLT_TRAN	6.807430	3.553713	1.915583	0.0611
INST_TRANS	-13.60456	17.88559	-0.760644	0.4504
INST_TRANS^2	-4.676676	2.915277	-1.604196	0.1150
INST_TRANS*DIVD	-2.204279	14.59718	-0.151007	0.8806
INST_TRANS*SIZE	0.854785	1.063102	0.804048	0.4252
INST_TRANS*ASSET	4.042618	4.813183	0.839905	0.4050
INST_TRANS*ERNVOLT	30.23142	13.20937	2.288635	0.0264
INST_TRANS*STOCVOLT_TRAN	-0.793877	1.936222	-0.410014	0.6835
DIVD	-62.07248	25.18618	-2.464545	0.0172
DIVD^2	-35.04896	15.63325	-2.241949	0.0294
DIVD*SIZE	2.731333	1.447764	1.886587	0.0650
DIVD*ASSET	11.85756	29.42195	0.403018	0.6887
DIVD*ERNVOLT	24.65127	34.56570	0.713171	0.4791
DIVD*STOCVOLT_TRAN	-9.576644	5.425820	-1.765013	0.0837
SIZE	5.095796	3.485968	1.461802	0.1501
SIZE^2	-0.154007	0.125134	-1.230731	0.2242
SIZE*ASSET	-0.984381	0.878883	-1.120036	0.2680
SIZE*ERNVOLT	2.266714	1.533697	1.477941	0.1457
SIZE*STOCVOLT_TRAN	0.622544	0.356021	1.748617	0.0865
ASSET	-2.696953	14.60080	-0.184713	0.8542
ASSET^2	1.307566	0.955547	1.368395	0.1773
ASSET*ERNVOLT	-0.693107	10.61583	-0.065290	0.9482
ASSET*STOCVOLT_TRAN	-5.146188	2.033695	-2.530463	0.0146
ERNVOLT	-9.545293	26.01570	-0.366905	0.7152
ERNVOLT^2	-5.901532	16.87847	-0.349649	0.7281
ERNVOLT*STOCVOLT_TRAN	9.018918	5.433896	1.659752	0.1032
STOCVOLT_TRAN	-4.190637	4.060710	-1.031996	0.3070
STOCVOLT_TRAN^2	0.570058	0.313820	1.816515	0.0753
R-squared	0.595010	Mean dependent var	0.691146	
Adjusted R-squared	0.311516	S.D. dependent var	0.927654	
S.E. of regression	0.769720	Akaike info criterion	2.609305	
Sum squared resid	29.62345	Schwarz criterion	3.636707	
Log likelihood	-76.20013	F-statistic	2.098849	
Durbin-Watson stat	2.312569	Prob(F-statistic)	0.008019	

Lampiran 9

UJI ASUMSI LINIERITAS

Ramsey RESET Test:

F-statistic	0.368065	Probability	0.545846
Log likelihood ratio	0.410106	Probability	0.521916

Test Equation:

Dependent Variable: DEBT_TRANS

Method: Least Squares

Date: 04/28/06 Time: 09:45

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5.698107	2.218192	-2.568807	0.0121
MOWN_TRANS	2.388092	1.271837	1.877672	0.0642
INST_TRANS	0.801291	0.590348	1.357319	0.1786
DIVD	-4.896436	2.220607	-2.204999	0.0304
SIZE	0.275025	0.137755	1.996485	0.0494
ASSET	0.453087	0.377251	1.201023	0.2334
ERNVOLT	-7.174035	2.644583	-2.712729	0.0082
STOCVOLT_TRAN	-0.065451	0.194673	-0.336211	0.7376
FITTED^2	0.076540	0.126161	0.606683	0.5458
R-squared	0.472846	Mean dependent var	-1.382791	
Adjusted R-squared	0.418076	S.D. dependent var	1.149000	
S.E. of regression	0.876502	Akaike info criterion	2.673006	
Sum squared resid	59.15576	Schwarz criterion	2.929856	
Log likelihood	-105.9393	F-statistic	8.633406	
Durbin-Watson stat	2.379253	Prob(F-statistic)	0.000000	

Lampiran 10

HASIL ANALISIS REGRESI LINIER BERGANDA

Dependent Variable: DEBT_TRANS

Method: Least Squares

Date: 03/13/06 Time: 13:29

Sample: 1 100

Included observations: 86

Excluded observations: 14

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.577641	1.223606	-3.741108	0.0003
MOWN_TRANS	1.814402	0.847063	2.141991	0.0353
INST_TRANS	0.604156	0.490875	1.230775	0.2221
DIVD	-3.700156	1.017110	-3.637913	0.0005
SIZE	0.208474	0.082987	2.512134	0.0141
ASSET	0.394988	0.363412	1.086886	0.2804
ERNVOLT	-5.794410	1.344533	-4.309607	0.0000
STOCVOLT_TRAN	-0.071341	0.193641	-0.368417	0.7136
R-squared	0.470326	Mean dependent var	-1.382791	
Adjusted R-squared	0.422791	S.D. dependent var	1.149000	
S.E. of regression	0.872945	Akaike info criterion	2.654519	
Sum squared resid	59.43853	Schwarz criterion	2.882830	
Log likelihood	-106.1443	F-statistic	9.894331	
Durbin-Watson stat	2.368737	Prob(F-statistic)	0.000000	