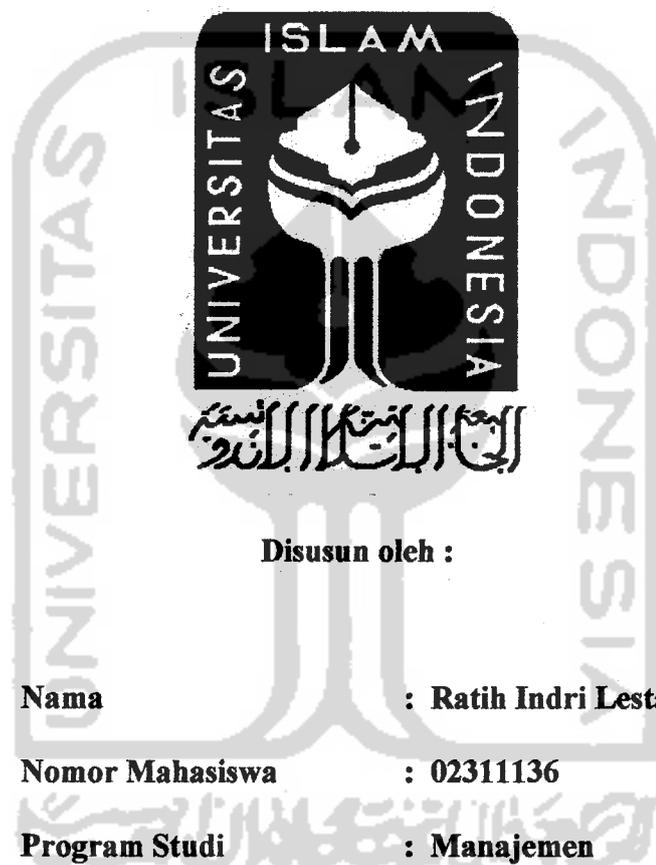


**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN:**

Sebuah Perspektif Teori Agensi (*Agency Theory*)



Disusun oleh :

Nama : Ratih Indri Lestari

Nomor Mahasiswa : 02311136

Program Studi : Manajemen

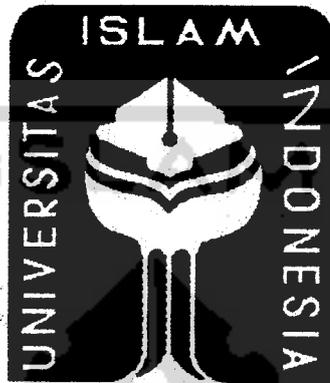
Bidang Konsentrasi : Keuangan

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

2007

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL PADA KEBLIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN:**

Sebuah Perspektif Teori Agensi (*Agency Theory*)



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Disusun oleh :

Nama : Ratih Indri Lestari

Nomor Mahasiswa : 02311136

Program Studi : Manajemen

Bidang Konsentrasi : Keuangan

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

2007

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 di kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman atau sanksi apapun sesuai dengan peraturan yang berlaku. “



Yogyakarta, 24 November 2007

Penulis,

Ratih Indri Lestari

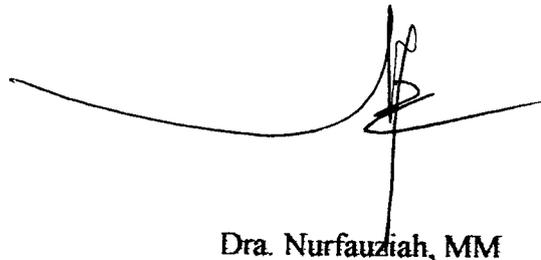
**Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional
Pada Kebijakan Hutang Perusahaan :
Sebuah Perspektif Teori Agensi (Agency Theory)**

Nama : Ratih Indri Lestari
Nomor Mahasiswa : 02311136
Program Studi : Manajemen
Bidang Konsentrasi : Keuangan

Yogyakarta, 24 November 2007

Telah Disetujui oleh Dosen Pembimbing

Dosen Pembimbing,



Dra. Nurfauziah, MM

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

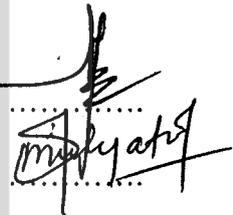
Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan Sebuah Perspektif Teori Agensi

Disusun Oleh: RATIH INDRI LESTARI
Nomor mahasiswa: 02311136

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS
Pada tanggal : 10 Desember 2007

Penguji/Pemb. Skripsi : Dra. Nurfauziah, MM

Penguji : Dra. Sri Mulyati, M.Si



Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



★ YOGYAKARTA ★
FAKULTAS EKONOMI

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

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr,wb.

Alhamdulillah penulis panjatkan syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan kesehatan, kesabaran, kekuatan dan tak lupa ilmu pengetahuan sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul : “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Teori Agensi (*Agency Theory*)”. Sholawat dan salam juga penulis sampaikan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW.

Seiring terselesaikannya skripsi ini , penulis menyadari bahwa masih banyak terdapat kekurangan dan ketidaksempurnaan didalamnya. Untuk itu penulis sangat mengharapkan berbagai kritik dan saran di kemudian hari. Selain itu skripsi ini juga merupakan hasil karya dan kerjasama dari banyak pihak, walaupun yang terlihat dibawah ini mungkin hanyalah sebuah nama. Oleh sebab itu perkenankan penulis mempersembahkan ucapan terima kasih dan penghargaan yang setinggi – tingginya dengan segala kerendahan hati,atas bimbingan dan bantuannya kepada :

1. Bapak Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
2. Bapak DR. Zainal Arifin, M.Si selaku Ketua Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
3. Ibu Dra. Nurfauziah, MM selaku dosen pembimbing yang telah dengan sabar memberi bimbingan dan pengarahan dan meluangkan waktu untuk

memberikan bimbingan dan dukungan. Tanpa semua itu, skripsi ini tidak akan terselesaikan dengan baik.

4. Bapak Drs. Agus Abdurrahman, MM selaku Dosen Pembimbing Akademik.
5. Keluarga penulis : Papa H. Sunardi, BE, mama Hj. Endang. S, dan adik – adikku (Opik, Agung, Wahyu) tercinta yang tidak pernah berhenti memberikan doa dan dukungannya. Orang – orang paling berarti dalam hidupku yang selalu sabar dalam segala hal.
6. Semua dosen yang pernah berbagi ilmu dengan penulis di Fakultas Ekonomi UII : Bu Kartini, Bapak Syafarudin Alwi, Bapak Zaenal Arifin, Bapak Abdul Moin, Bapak Murdiyono T.W (Alm.), Bu Nurfauziah, Bapak Agus Abdurahman, Bapak Nur Fatah, Bapak Suwarsono, Bapak Albari, Bu Budi Astuti, Bu Siti Nursamsiyah, Bapak Sumadi, Bapak Muchlison, Bapak Agus Hardjito, Bu Sri Mulyati, Bapak Hasan Basri, Bu Ari Rudatin, Bu Suhartini, Bu Trias, Bapak Nursyabani, Bu Siti Nurul Ngaini, Bapak Ahmad Muhadi, Bapak Bachrudin, dan Bapak Sunardji Daromi. Dan kepada Ibu Sri Mulyati selaku dosen penguji skripsi, terima kasih atas segala ilmu dan saran yang telah diberikan untuk kesempurnaan skripsi ini.
7. Sahabatku tercinta yang tak pernah bosan untuk memberikan semangat, nasihat, waktu, perhatian, dan segalanya Apriyani Kusuma Wardhani (cuwn_kuw). Bertahun – tahun menemani dalam suka dan duka, tawa dan airmata. Hope this friendship live ever lasting.

8. Sahabat sekaligus kakak yang selalu mendengarkan semua keluh kesah, menemani saat terberat dalam hidupku mas Adrian Aditya Faisal alias Andre. Thx for all bro!! U r my best bro!!
9. Orang yang saat ini selalu mendampingi, menemaniku setiap hari (terutama di saat pendadaran), Weimpy Adhari, ST. You are always special, thx for your care and support, giving me the best u can do.
10. Rekan – rekan angkatan 2002 yang pernah berjuang di bangku kuliah bersama penulis dan alhamdulillah telah menuai kesuksesan terlebih dahulu: Pakde Yosa (yang udah jadi penasihat terbaik dalam hal apapun), Sinyo (thx ya bo, mizz u so much), Angga (yang gak pernah berhenti mendoakan dan ngasi semangat to keep on moving 'n keep on struggling), BB brotherhood Arif, Rio, Edo, Zulfan edogawa. Eyi, Manda, Dhini, Ciput, Agus, Jaka, Andhika, Billy dan semua anak 'pantai' '02.
11. Bulik ku tercinta DR. Mutamimah, SE, M.Si. untuk semangat, doa, dan literatur juga ICMDnya. Untuk semua ilmu akademik dan ilmu kehidupan yang telah beliau berikan. Ibu Latifah dan Mas Helmi atas doanya. Buat adek Hanan dan Id yang mau berbagi. Mbak Naning dan semua keluarga Pacitan yang baik hati yang pernah menemani selama 4 tahun dimasa penulis kuliah.
12. Teman – teman dekatku yang pernah bersama di SMUN 1 Pontianak yang hingga saat ini tetap memberikan dukungan.
13. Teman – teman KKN angkatan 31 unit 34 Candirejo, Berbah, untuk semua kerjasamanya.

14. Untuk rekan lain yang tidak sempat saya sebutkan namanya satu persatu, terima kasih untuk segalanya.

Semoga skripsi ini yang meskipun kurang sempurna, dapat bermanfaat dan semoga Allah SWT senantiasa memberikan jalan yang terang bagi kita semua. Amin.

Wassalamu'alaikum wr, wb.



Yogyakarta, 9 Desember 2007

Penulis

DAFTAR ISI

Halaman Sampul Depan Skripsi.....	i
Halaman Judul Skripsi.....	ii
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan Skripsi.....	iv
Halaman Pengesahan Ujian Skripsi.....	v
Abstraksi.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Isi.....	xi
Bab I Pendahuluan.....	1
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah Penelitian.....	6
1.3. Tujuan Penelitian.....	6
1.4. Manfaat Penelitian.....	7
Bab II Kajian Pustaka.....	9
2.1. Landasan Teori.....	9
2.3.1. Teori Agensi (<i>Agency Theory</i>).....	9
2.3.2. Mekanisme Pengawasan Dalam Mengurangi Konflik Keagenan.....	11
2.3.3. Peranan <i>Insider Ownership</i>	17
2.3.4. Peranan <i>Institutional Investor</i>	19
2.3.5. Kebijakan Hutang.....	21
2.3.6. <i>Firm Size</i> (Ukuran perusahaan).....	22
2.2. Hasil Penelitian Terdahulu.....	22
2.3. Hipotesis dan Kerangka Pemikiran.....	25
2.3.1. Hipotesis Penelitian.....	25
2.3.2. Kerangka Pemikiran.....	26
Bab III Metode Penelitian.....	27

3.1.	Objek Penelitian.....	27
3.2.	Jenis dan Teknik Pengumpulan Data.....	27
3.3.	Variabel Penelitian dan Defenisi Operasional.....	28
	3.3.1. Variabel Dependen.....	28
	3.3.2. Variabel Independen.....	28
	3.3.3. Variabel Kontrol.....	29
3.4.	Metode Analisis Data.....	31
	3.4.1. Uji Asumsi Klasik.....	32
	3.4.2. Uji Hipotesis.....	33
Bab IV Analisis dan Pembahasan.....		36
4.1.	Gambaran Umum Objek Penelitian.....	36
4.2.	Analisis Deskriptif.....	36
4.3.	Uji Asumsi Klasik.....	40
	4.3.1. Uji Normalitas.....	40
	4.3.2. Uji Multikolinearitas.....	41
	4.3.3. Uji Autokorelasi.....	42
	4.3.4. Uji Heteroskedasitas.....	44
4.4.	Analisis Inferensial.....	44
4.5.	Hasil Uji Hipotesis.....	49
	4.5.1. Hasil Uji Regresi Simultan (Uji F).....	49
	4.5.2. Hasil Uji Regresi Parsial (Uji t).....	52
4.6.	Pembahasan Hasil Penelitian.....	54
Bab V Kesimpulan dan Pembahasan.....		60
5.1.	Kesimpulan.....	60
5.2.	Saran.....	61
Daftar Pustaka.....		63
Lampiran.....		65

ABSTRAKSI

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIOANAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN*:

Sebuah Perspektif Teori Agensi.

Oleh : Ratih Indri Lestari

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*). Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dengan besarnya persentase kepemilikan saham yang dimiliki manajer, sedangkan kepemilikan institusional diukur dengan persentase kepemilikan saham oleh institusional dan kebijakan hutang diukur dengan *debt ratio*. Pemilihan sampel dilakukan dengan *stratified random sampling* (pemilihan sampel yang dilakukan berdasarkan kriteria tertentu), sehingga diperoleh data sampel sebanyak 33 perusahaan selama tahun 2003 - 2005.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara keseluruhan pada saat periode penelitian menunjukkan bahwa *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) secara bersama-sama dan signifikan mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 19,2% dan sisanya sebesar 80,8% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak masuk dalam model penelitian ini. Secara parsial kepemilikan manajerial (MOWN) dan kepemilikan institusional (INST) terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan untuk variabel kontrol ukuran perusahaan (FIRM), struktur aset (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) juga berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan dan untuk variabel kontrol lainnya seperti *Stock Volatility* (STOCKVOLT) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan didirikan mempunyai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris. Ketika penyerahan manajemen terjadi maka konflik kepentingan mulai terjadi. Di pihak lain, para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai tujuan yang berbeda terutama peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima. Lambert (2001) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan tersebut antara lain terletak pada maksimalisasi manfaat (*utility*) pemilik (*principal*) dengan kendala (*constraint*) manfaat dan insentif yang akan diterima oleh agen (manajemen). Karena kepentingan yang berbeda sering muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen.

Penyatuan kepentingan pihak-pihak ini sering menimbulkan konflik antar kelompok yang sering dikenal dengan *agency problem* karena didalamnya terdapat berbagai kepentingan yang berbeda-beda antara pemilik perusahaan dengan pihak manajemen. Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk

mengelola perusahaan, menurut Jensen dan Meckling (1976) akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajemen sangat mungkin terjadi, karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko sebagai akibat adanya kesalahan-kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis. Begitu juga jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka resiko sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik atau pemegang saham itu sendiri. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal. Kondisi ini yang akan menimbulkan masalah keagenan.

Brigham dan Gaperski (1999) menyatakan sebuah hubungan keagenan (*agency relationship*) akan timbul ketika satu atau lebih individu, yaitu prinsipal, (1) mempekerjakan individu atau organisasi lainnya, yaitu agen, untuk mengerjakan beberapa tugas, (2) kemudian mendelegasikan hak pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan *agency* yang utama adalah (1) antara pemegang saham dengan manajer, (2) antara manajer dengan kreditur, dan (3) antara manajer, pemegang saham, dan kreditur dalam pembagian resiko keuangan.

Teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dengan fungsi pengendalian akan rentan terhadap konflik keagenan. Hal ini terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak

untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri dan bukan untuk memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan yang menjadi tujuan utama berdirinya perusahaan.

Konflik kepentingan antara manajer perusahaan dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan adanya suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang saling terkait tersebut, antara lain dengan audit yang dilakukan oleh akuntan independent, pendelegasian wewenang pengawasan oleh dewan direksi, insentif khusus bagi para manajer guna mengikat kesetiaan dan kepatuhan mereka terhadap perusahaan. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan memerlukan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan atau *agency cost*.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2000) mengungkapkan bahwa teori keagenan mengasumsikan adanya konflik kepentingan yang alamiah dari pemegang saham dengan para manajer perusahaan, yang akan membawa kemungkinan bahwa para manajer perusahaan akan membuat keputusan suboptimal (tidak optimal) yang meningkatkan kesejahteraan mereka dengan mengorbankan kepentingan para pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2000) juga menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah 1) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas-aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan 2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Beberapa alternatif untuk mengurangi terjadinya konflik kepentingan dan biaya keagenan yaitu :

- a. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan dapat mensejajarkan kepentingan pemegang saham dengan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).
- b. Meningkatkan *dividen payout ratio*. Dengan demikian tidak tersedi cukup aliran kas bebas atau *free cash* dan manajemen dipaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasinya. Pengertian *free cash* itu sendiri adalah ketersediaan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan. (Crutley dan Hansen 1989).
- c. Meningkatkan pendanaan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976 ; Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, 1986). Hal ini dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal berarti akan mengurangi konflik antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Disamping itu hutang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga pada akhirnya menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.
- d. Meningkatkan distribusi saham antara pemegang saham dari luar, seperti *institutional investor* (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan

kepemilikan insitusi lainnya). Moh'd, Perry, dan Rimbey (1998) mengatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional ownership* dan *shareholder dispersion* akan dapat mengurangi terjadinya biaya keagenan.

Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen dan Meckling, 1967). Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan investor institusi (*institutional ownership*) dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui hutang atau penerbitan saham baru (*right issue*). Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham dengan struktur modal perusahaan telah dilakukan banyak penelitian. Penelitian tersebut umumnya menggunakan *managerial ownership* sebagai unsur struktur kepemilikan dan mereka telah menemukan hasil yang berbeda. Kim dan Sorensen (1986), Agrawal dan Mendelker (1987) dan Mehran (1992) telah menemukan hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan *debt ratio* perusahaan, sedangkan Fred dan Hasbrouk (1998) dan Jensen at all (1992) telah menemukan hubungan negatif antara prosentase saham yang dipegang manajer dengan *debt ratio* perusahaan. Moh'd et al.(1998) telah menemukan bahwa struktur kepemilikan saham oleh pihak eksternal (*institutional*) dan kepemilikan saham oleh pihak internal (manajer) mempunyai pengaruh yang signifikan dan

berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Bathala, et al. (1994) menunjukkan bahwa *institutional investor* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio* dan *managerial ownership*.

Berdasar uraian diatas, maka penulis mencoba untuk melakukan penelitian tentang **“PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIOANAL PADA KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN”**: Sebuah Perspektif Teori Agensi. Studi Empiris Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

1. Apakah *managerial ownership* dan *institutional ownership* secara serentak mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*) ?
2. Apakah *managerial ownership* mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*) ?
3. Apakah *institutional ownership* mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*) ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian di atas, maka tujuan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh secara serentak kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).

2. Untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).
3. Untuk menganalisis dan memperoleh bukti empiris tentang pengaruh antara kepemilikan institusional dengan kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat-manfaat yang diperoleh dalam penelitian ini adalah :

1. Bagi investor, hasil penelitian ini akan dapat membantu para investor dalam membuat keputusan investasi. Khususnya dalam hal pemilihan perusahaan dengan mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan tersebut.
2. Bagi manajer perusahaan, hasil penelitian ini dapat digunakan manajemen perusahaan dalam mengantisipasi dan mengelola kemungkinan melakukan pendanaan perusahaan melalui pendanaan internal, penambahan saham beredar atau pendanaan melalui hutang.
3. Bagi kalangan akademis penelitian ini dapat menambah keanekaragaman referensi atas fakta-fakta ekonomi di Indonesia.
4. Bagi Analisis Pasar Modal, hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu analisis pasar modal khususnya dalam kaitannya dengan *agency cost*, penerapan teori keagenan dan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan hutang.

5. Bagi peneliti sebagai sarana untuk memahami dan mengimplementasikan teori yang telah didapatkan ke dalam kehidupan nyata.



BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) memberikan gambaran analisis dalam mengkaji dampak dari hubungan antara *principal* (pemegang saham) dengan *agent* (manajer). Struktur keagenan merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh *inside shareholder* dan prosentase saham yang dimiliki oleh *outside shareholder*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal perusahaan tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan ekuitas, tetapi juga prosentasi kepemilikan saham oleh *insider-shareholder* dan *outside shareholder*.

Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa teori agensi menggambarkan hubungan antara dua pihak yaitu *principal* dan *agent*. *Principal* adalah pihak yang mengontrak agen (*agent*) atau dapat juga disebut dengan pemilik. Sedangkan agen adalah orang atau pihak yang diberi kepercayaan oleh *principal* untuk mengelola *assemynya*. Secara lazim agen juga dapat disebut pihak manajemen perusahaan, sedangkan *principal* adalah pemegang saham.

Pemilik mengontrak agen dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmurannya. Tetapi tidak hanya *principal* saja yang mempunyai tujuan, agen juga mempunyai tujuan. Jika tujuan *principal* dan agen sama atau mempunyai

kepentingan yang sama maka tidak akan terjadi konflik. Tetapi jika terjadi perbedaan tujuan, maka akan menimbulkan konflik kepentingan.

Jensen dan Meckling (1976), mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih *principal* (pemilik) menggunakan orang lain atau *agent* (manajer) untuk menjalankan aktifitas perusahaan. Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, berpotensi terjadi jika proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi komakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Konflik manajemen dan *principal* juga bisa muncul pada keputusan pendanaan. Kondisi ini terjadi karena adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan fungsi penanggung resiko.

Fama (1980) mengemukakan bahwa para manajer yang bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan deversifikasi investasi pada *human capital*. Di pihak lain, pemegang saham pada umumnya hanya mempertimbangkan resiko sistematis atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sebaliknya manajer lebih suka mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan.

Di pihak lain, pemegang saham pada umumnya hanya mempertimbangkan resiko sistematis atas saham perusahaan. Hal ini terjadi karena pemegang saham melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi secara baik. Sebaliknya manajer lebih suka mempertimbangkan resiko perusahaan secara keseluruhan.

2.1.2. Mekanisme Pengawasan dalam Mengurangi Konflik Keagenan

Permasalahan keagenan muncul sebagai konsekuensi terjadinya pemisahan fungsi pengambilan keputusan dan penanggung jawaban resiko. Dalam kondisi tersebut, manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan investasi yang tidak produktif secara berlebihan. Hal ini terjadi karena risiko yang ditanggungnya relatif sama. Konflik yang muncul akibat adanya disparitas kepentingan tersebut dikenal sebagai *equity agency conflict*. Untuk meminimumkan konflik kepentingan tersebut, maka diperlukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan diantara kedua kepentingan tersebut.

Pengawasan perusahaan dapat dilakukan oleh dewan komisaris. Dewan komisaris dapat berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan, anggota dewan komisaris yang berasal dari dalam perusahaan sering disebut dengan direktur, sedangkan anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan adalah eksekutif yang bekerja pada perusahaan lain maupun perusahaan direktur, pengacara, konsultan, akademis, banker dan lain sebagainya (bukan pekerja dari perusahaan tersebut).

Untuk meminimumkan *agency problem* dalam perusahaan, maka diperlukan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* merupakan biaya yang muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholder* dan *bondholder* (Brigham dan Gapenski, 1996). Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya ini sebagai jumlah dari (1) pengeluaran biaya untuk monitoring oleh pemilik (*principal*), (2) pengeluaran Karena penggunaan hutang

oleh manajemen (*agent*) dan pengeluaran karena kehilangan kebebasan dan efisiensi (*residual lost*). Dengan demikian, menurut Jensen dan Meckling, keputusan struktur modal yang dilakukan manajer adalah untuk menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*. Untuk mengatasi *agency problem* dan mengurangi munculnya biaya keagenan tersebut dapat dilakukan dengan berbagai cara :

- 1) Dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling 1976).
- 2) Meningkatkan *dividend payout ratio*. Dengan demikian tidak tersedia cukup aliran kas bebas atau *free cash* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiaya investasinya. Pengertian *free cash flow* itu sendiri adalah ketersediaan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan. Apabila laba yang diperoleh dibagikan sebagai deviden, maka kebutuhan investasi harus dicari dari sumber dana eksternal. Pembiayaan eksternal ini meningkatkan pengawasan oleh pihak eksternal seperti pengawasan pasar modal banker investasi, dan para investor (Crutchley dan Hansen 1989).
- 3) Meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dengan manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976; Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen, 1986). Hal ini dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal berarti

akan mengurangi konflik antara manajemen perusahaan dengan pemegang saham. Disamping itu hutang juga akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga pada akhirnya menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen perusahaan.

- 4) Meningkatkan kepemilikan institusional investor. Moh'd et al.(1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi biaya keagcnaan (*agency cost*). Hal ini disebabkan karma kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Sehingga 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.
- 5) *Firm size*. Perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Kemudahan untuk mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana. Banyak peneliti yang menyatakan bahwa kebijakan hutang perusahaan dipengaruhi oleh ukuran perusahaan dan menyatakan adanya hubungan yang positif antara ukuran perusahaan (*size*) dan *debt ratio*. Hal menunjukkan bahwa perusahaan cenderung meningkatkan hutangnya karena pada dasarnya perusahaan itu cenderung berkembang semakin besar. Hasil studi Moh'd, et al (1998) dan

Homaifal, et al (1994) dalam Wahidahwati (2000), menemukan bahwa *firm size* mempunyai hubungan yang positif dan berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

6) *Asset structure*. Variabel ini berhubungan dengan struktur aktiva yang fleksibel cenderung menggunakan hutangnya lebih besar dari pada yang struktur aktivanya tidak fleksibel. investor akan lebih mudah memberikan pinjaman yang disertai dengan jaminan. Penelitian sebelumnya menyatakan bahwa komposisi *collateral value of asset* perusahaan mempengaruhi sumber pembiayaan (Myers dan Majluf, 1984) dalam Wahidahwati (2000) seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang ada. Menurut Sartono (1996) menyatakan perusahaan yang memiliki aktiva berwujud lebih cukup besar dibanding dengan perusahaan yang memiliki aktiva tidak berwujud dalam jumlah besar meskipun memiliki kesempatan untuk tumbuh lebih baik. Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa *tangible asset* merupakan *agency cost* dari hutang (Myers, 1997), dan pecking order hipotesis (Myers, 1984) hasil studi Moh'd, et al (1998) dalam Wahidahwati (2000) menemukan *asset structure* mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan *debt ratio*.

7) *Stock volatility*. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan, bahwa modal manusia dikaitkan dengan perusahaan (Bathala, et al 1994) dalam Sihombing (2000). Dimana manajer enggan ikut melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Masalah diversifikasi ini akan semakin besar bila volatitas

saham semakin tinggi, sehingga dikatakan bahwa volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap *insider ownership*.

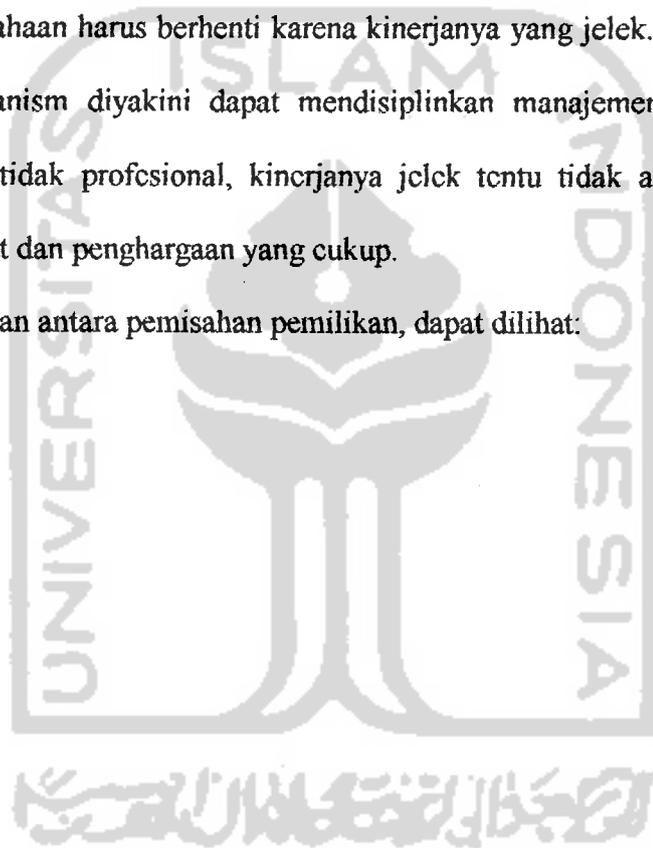
- 8) *Earning volatility*. Berdasarkan penelitian Bradley et al (1984) dalam Wahidahwati (2000) ditemukan bahwa *earning volatility* memiliki hubungan yang negative dengan *debt ratio*. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian Bathala, et al (1994) dalam Sihombing (2000) yang menemukan bahwa terdapat hubungan yang negative antara *earning volatility* atau standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak dengan rasio hutang. Ini menunjukkan bahwa *earning volatility* yang semakin tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain merupakan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

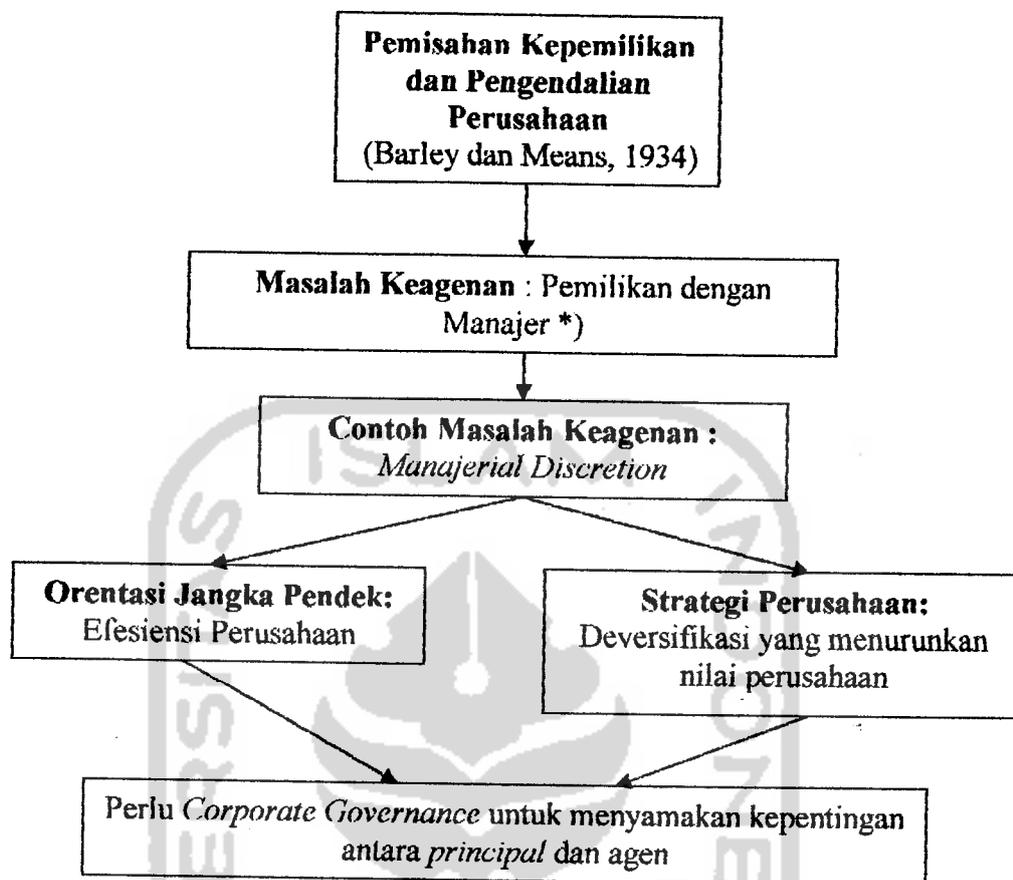
Beberapa hal yang dapat dilakukan untuk dapat memotivasi manajer agar bertindak demi kepentingan pemegang saham dengan pemberian insentif berupa imbalan atas kinerja yang baik dan hukuman atas kinerja yang buruk. Beberapa mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer yang sekaligus dapat meminimumkan masalah keagenan adalah (Agus Sartono, 2001):

- a. Pemberian kompensasi yang cukup baik berupa kompensasi minimum, kompensasi tambahan dan pemberian *stock option*. *Stock option* adalah hak untuk membeli saham perusahaan dimasa datang dengan jumlah dan harga yang telah ditentukan dimuka. Pemberian *stock option* ini diyakini dapat menurunkan konflik keagenan, karena semakin baik kinerja perusahaan maka harga saham akan semakin tinggi. Hal ini akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham tetapi juga meningkatkan nilai opsi bagi manajemen.

- b. Intervensi langsung oleh pemegang saham. Akhir-akhir ini kepemilikan saham cenderung semakin terkonsentrasi ditangan investor institusional hal ini tentu memudahkan bagi investor untuk melakukan intervensi langsung. Karena investor institusional dengan mudah menempatkan orang-orangnya di jajaran direksi.
- c. Ancaman untuk dipecat atau *threat of firing*. Banyak contoh direksi perusahaan harus berhenti karena kinerjanya yang jelek. Selain itu market mechanism diyakini dapat mendisiplinkan manajemen karena manajer yang tidak profesional, kinerjanya jelek tentu tidak akan mendapatkan tempat dan penghargaan yang cukup.

Hubungan antara pemisahan pemilikan, dapat dilihat:





Gambar hubungan antara pemisahan kepemilikan

*) Masalah keagenan dapat pula terjadi antar: Pemilik mayoritas, Pemilik dengan Kreditur; dan Pemilik dengan *Stakeholder* lain.

2.1.3. Peranan *Insider Ownership*

Menurut Bathala, et al (1994) dalam *model agency* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling, perusahaan merupakan suatu subyek terhadap meningkatnya konflik. Hal ini disebabkan karena adanya penyebaran pengambilan keputusan dan resiko yang ditanggung oleh perusahaan. Dalam konteks ini, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan

untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain, karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung resiko dari biaya yang dikeluarkan tersebut. Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2000) menyatakan hal tersebut sebagai *agency cost of equity*.

Di sisi lain manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimisasi nilai perusahaan, melainkan kepentingan oportunistik mereka. Hal ini meningkatkan beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. Meningkatnya biaya keagenan tersebut pada akhirnya berpengaruh pada penurunan oportunistik mereka.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan tersebut dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi. Dengan adanya kepemilikan saham maka manajer akan hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Investasi saham manajerial merupakan salah satu penentu penting dalam struktur modal perusahaan, tetapi hubungannya masih kurang jelas (Jensen dan Meckling, 1976). Apabila kepemilikan manajer dalam perusahaan meningkat, maka dengan meningkatnya hutang akan meningkatkan nilai saham perusahaan yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Di sisi lain, pada tingkat kepemilikan yang besar, manajer tidak mungkin memiliki portofolio yang terdiversifikasi dengan baik, dan meningkatnya hutang biasanya menyebabkan

biaya yang mahal dalam *human capital*. Dengan demikian mereka akan mengurangi resiko perusahaan (Smith dan Stulz, 1985) seperti dikutip Faisal (2000). Senada dengan hal tersebut, Friend et al. (1988) dan Bathala et al. (1994), menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen yang tinggi akan meningkatkan resiko *non-diversifiable*, sehingga insider ownership akan semakin hati-hati dalam menggunakan hutang. Hal ini akan menyebabkan rasio hutang perusahaan menurun jika tingkat kepemilikan manajerial meningkat.

Dengan demikian, meningkatnya *managerial ownership* dapat mencajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan *outsider shareholder* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain *insider ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

2.1.4. Peranan *institutional investor*

Mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan kebijakan yang sangat penting. Kecenderungan mengenai peningkatan aktivitas pengawasan institusional terus meningkat, hal tersebut memaksa para insider untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan semakin meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Bathala, et al (1994) menjelaskan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan, dimana

mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal. Lebih jauh, Fama dan Jensen (1983) seperti dikutip Bathala et al (1994), mengemukakan bahwa mekanisme pengawas dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision experts*) yang tidak didanai oleh perusahaan sehingga tidak berada dibawah pengawasan insider. Munculnya mekanisme pengawasan tersebut mampu mendorong dukungan dari penelitian Bathala dkk (1994).

Coffe (1991) dalam Faisal (2000) menyatakan ada perubahan perilaku *institutional investor* dari investor yang pasif menjadi investor yang aktif dalam melakukan *monitoring*. Menurut Coffe, meningkatnya aktivitas para *investor institutional* telah menghasilkan peningkatan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Pada waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan (*exit cost*) menjadi semakin mahal, karena adanya resiko saham terjual pada harga diskon. Kondisi ini akan memotivasi *institutional investor* untuk lebih serius dalam mengoreksi perilaku manajemen dan memperpanjang waktu investasi

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. Tindakan *monitoring* tersebut akan mengurangi *agency cost* karena memungkinkan perusahaan menggunakan tingkat hutang yang lebih rendah (Bathala et al, 1994) dalam Faisal (2000).

2.1.5. Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu semakin rendah hutang maka semakin tinggi kemampuan untuk membayar seluruh kewajibannya. Myers (1997) dalam Holydia (2004), menemukan bukti bahwa *growth rate* mempunyai pengaruh yang signifikan dan hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung tidak menambah hutang karena masalah *underinvestment* dan *assets substitution*. Dalam masalah *underinvestment*, manajer lebih cenderung tidak meningkatkan nilai perusahaan karena *debtholder* merupakan pihak yang memiliki klaim yang pertama terhadap aliran kas yang diperoleh dari proyek tersebut. Selanjutnya dengan menambah hutang, aktiva yang digunakan sebagai jaminan.

Keuntungan yang didapatkan apabila perusahaan melakukan hutang pada pihak eksternal :

- a. Biaya bunga mengurangi penghasilan.
- b. Kreditur hanya mendapatkan biaya bunga
- c. *Bondholder* tidak memiliki hak suara.

Kelemahan apabila perusahaan melakukan hutang pada pihak eksternal:

- a. Dapat meningkatkan resiko *technical insolvency*.

- b. Bila perusahaan tidak dalam keadaan yang baik, maka banyak hal yang akan terjadi terutama akan mengakibatkan kebangkrutan perusahaan.

2.1.6. Firm Size (ukuran perusahaan)

Perusahaan dapat dengan mudah mengakses pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana, semakin besar perusahaan semakin banyak pula dana yang digunakan untuk dana operasional, dan salah satu sumber dana tersebut adalah dengan hutang. Brigham et al. (1996), menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung membutuhkan dana dari sumber eksternal yang besar, hasil studi Moh'det al. (1998) menemukan Firm size mempunyai hubungan yang positif terhadap debt ratio. Ukuran perusahaan dapat dilihat dari besarnya penjualan, pendapatan, perusahaan, dan size biasanya menggunakan *natural log of sales*.

2.2. Hasil Penelitian Terdahulu

Berikut ini disampaikan penelitian empiris sebelumnya yang berkaitan dengan teori agensi.

Anderson et al. (2002), dalam penelitiannya mengenai implikasi struktur kepemilikan keluarga pada biaya agensi dari hutang, menemukan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh pada pembiayaan hutang yang lebih kecil. Penemuan ini juga mengindikasikan hubungan antara kepemilikan keluarga

dengan biaya hutang adalah *non-monotonic*, yaitu biaya hutang menurun ketika kepemilikan keluarga meningkat, tetapi kemudian meningkat dengan semakin meningkatnya kepemilikan keluarga. Hasil ini konsisten dengan hipotesis bahwa kepemilikan keluarga akan menurunkan biaya agensi hutang. Analisis lebih lanjut mengungkapkan bahwa anggota keluarga yang menjaadi CEO akan meningkatkan biaya agensi hutang, daripada menggunakan CEO diluar anggota keluarga.

Wu (2004), melakukan observasi terhadap 833 perusahaan jepang pada periode 1992 sampai 2000 untuk melihat implikasi hipotesis *free cash flow* dalam mempengaruhi struktur kepemilikan. Hasilnya menunjukan (1) sensitifitas dari struktur kepemilikan tergantung pada pertumbuhan dan *free cash flow*. (2) Pengaruh *keiretsu* terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dan *leverage*. Secara keseluruhan, hasil ini mendukung hipotesis *free cash flow*.

Jensen et al.(1992) dalam Bathala et al. (1994) menguji hubungan antara kepemilikan insider, hutang dan kebijakan dividen. Rasio hutang merupakan fungsi dari insider ownership, deviden, rasio bisnis, profitabilitas, R&D, dan *fixed asset*. Hasil penelitian menunjukan terdapat hubungan negative antara prosentase saham yang dimiliki *insider ownership* dengan *debt ratio*. Dengan demikian, kepemilikan saham dalam perusahaan oleh *insider* akan menggantikan peranan hutang dalam mengurangi masalah keagenan. Peningkatan kepemilikan ini akan menurunkan penggunaan hutang.

Bathala et al. (1994) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap rasio hutang dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Jumlah sample yang digunakan sebanyak 516 (setelah diseleksi dari 1000 perusahaan)

pada tahun 1998 dengan metode *cross sectional*. Model analisis yang digunakan adalah dengan *Two Stage Least Squares* (TSLS). Variabel yang digunakan untuk persamaan pertama adalah *earning volatility*, *depreiasi*, *R&D and advertising exspense*, *growth*, *institusionalholding*, dan *managerial ownership*. Untuk persamaan kedua, variabel dependennya adalah kepemilikan manajerial dan variable independennya adalah *stock volatility*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *size*, *institusional holdings* dan *debt ratio*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan insider (*managerial ownership*), *earning volatility*, *depreiasi*, *R&D* dan *advertising expense*, *growth*, *institusional holdings* memiliki hubungan negative dengan *debt ratio*. Pada persamaan kedua, *stock volatility*, *R&D and advertising expense*, *growth*, *size*, *institusional holding* dan rasio hutang memiliki hubungan negative dengan *managerial ownership*. Berdasar hasil penelitian tersebut, diperoleh bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap rasio hutang dan *insider ownership*. Hal ini berarti, peningkatan kepemilikan institusional merupakan *monitoring agent* yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan dalam perusahaan, karena kehadirannya dapat mengurangi kebutuhan akan konsentrasi kepemilikan insider dan pembiayaan hutang dalam mengontrol konflik keagenan.

Agrawal dan Mendelker (1987) dalam Wahidahwati (2000) menguji hubungan antara saham dan opsi yang dipegang oleh manajer serta karakteristik dari keputusan investasi. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian returnnya tinggi lebih besar daripada

kepemilikan manajerial pada perusahaan yang varian returnnya rendah. Selain itu juga ditemukan bahwa terdapat hubungan positif antara hutang dengan kepemilikan manajerial.

Friend dan Lang (1988) dalam Wahidahwati (2001) dalam penelitiannya yang berjudul "*empirical test of the impact of managerial self interest in corporate capital structure*" menguji apakah struktur modal atau *debt ratio* perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Struktur modal perusahaan dalam penelitian ini menggunakan *debt to total asset ratio* sebagai proksi, sedangkan proksi untuk kepentingan manajemen adalah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer (*managerial ownership*). Variabel kontrol yang juga diduga mempengaruhi struktur modal adalah *standard deviation of learning*, *log of total asset (size)*, *market value of equity*, proporsi saham yang dimiliki oleh *managerial stockholder*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt to total asset ratio* mempunyai hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

2.3. Hipotesis dan Kerangka Pemikiran

Berdasarkan teori dan hasil penelitian diatas maka dikembangkan sebuah model penelitian dan juga hipotesis awal dari penelitian.

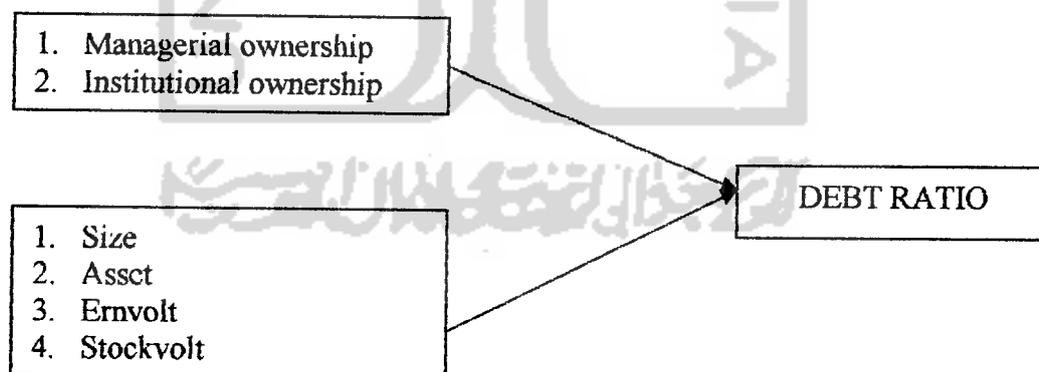
2.3.1. Hipotesis Penelitian

Dalam penelitian dan berdasarkan latar belakang yang diuraikan diatas maka didapat tiga hipotesis yaitu :

- H₁ : *Managerial ownership* dan *institutional ownership* secara serentak mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).
- II₂ : *Managerial ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).
- H₃ : *Institutional ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*debt ratio*).

2.3.2. Kerangka Pemikiran

Untuk menggambarkan hubungan antar variabel dan faktor-faktor lain yang terkait dalam penelitian ini, maka dikembangkan suatu model penelitian sebagai berikut :



Kerangka Sistematis Model Penelitian

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Objek Penelitian

Perusahaan yang menjadi objek pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Data diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan (*annual report*) yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) pada tahun 2003 – 2005 yang memiliki kriteria tertentu, seperti:

- a. Perusahaan yang memiliki tingkat aktiva meningkat selama periode penelitian.
- b. Perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.
- c. Perusahaan yang memiliki hutang jangka panjang dan *equity* yang positif.

Dari kriteria tersebut diatas telah diperoleh 33 perusahaan yang sesuai untuk dijadikan sample dalam penelitian ini.

3.2. Jenis dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa laporan keuangan perusahaan - perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2003-2005.

Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data yang digunakan dengan membuat salinan dan menggandakan arsip yang diperoleh *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta yang terdapat di pojok Bursa Efek Jakarta (BEJ) Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.

3.3. Variabel Penelitian Dan Definisi Operasional

3.3.1. Variabel dependen

Variabel dependen adalah variabel terikat, yang merupakan variabel yang dipengaruhi atau menjadi akibat karena adanya variabel bebas. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah hutang yang diberi simbol DEBT. Hutang adalah kewajiban yang dimiliki oleh perusahaan yang diharapkan akan dilunasi dengan menggunakan aktiva lancar. *Debt* adalah perimbangan antara seluruh hutang dengan jumlah aktiva atau jumlah hutang dibagi dengan modal sendiri. *Debt Ratio* digunakan untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan.

$$\text{Debt ratio} = \frac{\text{Jumlah Hutang Jangka Panjang}}{\text{Hutang Jangka Panjang} + \text{equity}}$$

3.3.2. Variabel Independen

Sering juga disebut variabel bebas, dimana variabel ini yang menjadi timbulnya atau berubahnya variabel dependen (variabel terikat). Jadi variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

- 1) Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*)

Variabel ini diberi simbol MOWN. *Managerial ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan manajerial diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh manajer perusahaan.

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Manajerial}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

2) Kepemilikan institusional (*institutional ownership*)

Variabel ini diberi simbol INST. Variabel ini menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik dari para manajer perusahaan. Variabel kepemilikan institusional diukur dengan proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar di perusahaan tersebut diukur dalam prosentase (%).

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah Kepemilikan Saham Institusional}}{\text{Jumlah Saham Yang Beredar}}$$

3.3.3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dapat mempengaruhi hasil penelitian tetapi dijaga agar tidak memberikan pengaruh (dalam Fauzan 2002). Variabel kontrol tersebut berfungsi untuk melihat apakah dengan dimasukkannya variabel-variabel tersebut ke dalam penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional terhadap biaya keagenan secara signifikan menjadi

semakin kuat sehingga dapat memperkecil error term. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1) Ukuran Perusahaan (*firm size*)

Menurut Moh'd, Perry dan Rimbey (dalam Susilowati, 2000). Variabel ukuran perusahaan diukur dengan menggunakan *Natural Log of Sales*.

2) Struktur aktiva (*asset structure*)

Variabel ini diberi simbol ASSET. Aktiva adalah sumberdaya yang dimiliki oleh perusahaan, memiliki manfaat ekonomi dimasa yang akan datang. Aktiva tetap adalah sumber ekonomi, baik yang mempunyai wujud fisik ataupun tidak, yang digunakan secara aktif dalam operasi normal perusahaan, dan tidak dimaksudkan untuk dijual kembali dalam rangka untuk memperoleh pendapatan. Perubahan struktur aktiva akan mengakibatkan perubahan struktur modal karena aktiva tetap pada dasarnya dibelanjai dari sumber jangka panjang perusahaan yang berupa hutang jangka panjang atau modal sendiri, sehingga perubahan aktiva tetap akan mengubah struktur aktiva perusahaan yang berakibat secara langsung terhadap struktur modal. Aktiva dapat diklasifikasikan menjadi dua bagian utama, yang pertama aktiva lancar (meliputi: kas, investasi jangka pendek, piutang wesel, piutang dagang, persediaan, piutang penghasilan, serta persekot). Kedua aktiva tidak lancar (meliputi: investasi jangka panjang, aktiva tetap, aktiva tetap tidak berwujud). Variabel ini diukur dengan menggunakan hasil bagi antara *fixed asset* terhadap total asset.

$$ASSET = \frac{FixedAsset}{TotalAsset}$$

3) *Earning volatility*

Variabel ini diberi simbol ERNVOLT. Risiko bisnis adalah ketidakpastian pada perkiraan pendapatan operasi perusahaan dimasa mendatang. *Earning volatility* digunakan sebagai proksi untuk mengukur tingkat resiko bisnis dan potensi kebangkrutan perusahaan. Perusahaan yang memiliki resiko bisnis yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Rasio ini diukur dengan membandingkan *oprating income* terhadap total asset.

4) *Stock volatility*

Variabel ini diberi simbol STOCVOLT. *Stock volatility* adalah naik turunnya harga saham. Kesempatan investasi merupakan suatu nilai yang tidak berwujud yang dimiliki perusahaan yang tidak memerlukan jaminan. Nilai yang tidak berwujud dapat hilang jika terjadi kesulitan keuangan. Variabel ini diukur dengan standar deviasi return saham secara harian selama satu tahun.

3.4. Metode Analisis Data

Analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis regresi maka akan dapat diinterpretasikan faktor mana saja yang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan faktor mana yang pengaruhnya tidak signifikan. Disamping itu besarnya nilai koefisien regresi akan menunjukkan faktor mana yang mendorong timbulnya kebijakan hutang dan factor mana yang cenderung mengurangi

kebijakan hutang perusahaan. hasil analisis ini dapat digunakan untuk menjawab hipotesis dalam penelitian.

3.4.1. Uji Asumsi Klasik

Dalam penggunaan regresi, terdapat beberapa asumsi dasar yang menghasilkan estimator linier tidak bias yang terbaik dari model regresi yang diperoleh dari metode kuadrat terkecil biasa. Untuk menghasilkan asumsi tersebut, maka hasil yang diperoleh dapat lebih akurat dan mendekati kenyamanan. Asumsi-asumsi dasar tersebut dikenal dengan asumsi klasik.

Penyimpangan asumsi klasik akan sangat berpengaruh terhadap pola perubahan variabel dependen. Penyimpangan asumsi klasik tersebut adalah sebagai berikut:

1) Uji Normalitas Data

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen mempunyai distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Data pengambilan keputusan dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik yaitu jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi telah memenuhi asumsi normalitas. Dan sebaliknya jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

2) Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas merupakan suatu keadaan dimana terdapat hubungan yang sempurna antara beberapa/semua variabel independen dalam model

regresi. Multikolinieritas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi terdapat korelasi antar variabel bebas (*independent*). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan terdapat problem multikolinieritas.

- 1.1) Jika r^2 tinggi, maka nilai F_{hitung} tinggi, namun sebagian besar variable independent tidak signifikan (nilai t_{hitung} sangat kecil), maka terjadi multikolinieritas.
- 1.2) Jika besaran VIF (*Variance Inflation Factor*) melebihi angka 10 maka terjadi multikolinieritas.

3) Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas artinya varian variabel dalam model tidak sama (konstan) konsekuensinya penaksir (estimator) yang diperoleh tidak efisien baik dalam sample kecil maupun besar. Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas.

Dalam penelitian yang digunakan untuk menguji heteroskedastisitas adalah Uji Glejser. Uji ini dilakukan dengan melakukan regresi nilai absolut residual terhadap variabel bebas. Jika variabel bebas mempengaruhi variabel nilai absolut Ut (AbsUt).

3.4.2. Uji Hipotesis

1) Uji Signifikansi Nilai F

Uji signifikansi nilai F dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh variabel bebas (MOWN, INST) dengan *variable control* (SIZE, ASSET, ERNVOLT, STOCVOLT) secara bersama-sama (simultan) dapat mempengaruhi variabel dependen yaitu *debt ratio* (kebijakan hutang perusahaan).

Langkah-langkah dalam pengujian hipotesisnya adalah sebagai berikut:

- 1) Merumuskan hipotesis
- 2) Menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu 5%
- 3) Menentukan nilai signifikansi atau (P-Value) dengan SPSS
- 4) Membandingkan nilai signifikansi dengan tingkat signifikansi (α) yaitu 5%
- 5) Membandingkan kesimpulan (dilihat dari table ANOVA).

Jika nilai signifikan penelitian $<$ tingkat signifikansi (α), maka secara bersama-sama semua variabel independen (MOWN, INST) dengan *variable control* (SIZE, ASSET, ERNVOLT, STOCVOLT) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *variable dependent* yaitu kebijakan hutang perusahaan.

2) Uji Signifikansi Nilai t

Uji signifikan nilai t dilakukan untuk mengetahui seberapa jauh *variable* bebas secara individual dalam mempengaruhi variabel dependen. Untuk menguji hipotesis digunakan regresi dengan cara melakukan regresi secara individual variabel independen dengan variabel kontrol terhadap kebijakan hutang perusahaan sebagai variabel dependen.

Langkah-langkah hipotesisnya :

- (1) Merumuskan hipotesis
- (2) Menentukan tingkat signifikan (α) yaitu 5%
- (3) Menentukan nilai signifikan atau (P-Value) dengan SPSS
- (4) Membandingkan nilai signifikan dengan tingkat signifikan (α) yaitu 5%
- (5) Menentukan kesimpulan.

Jika nilai signifikan dalam penelitian $>$ tingkat signifikansi (α), maka secara parsial variabel independen dengan variabel kontrol tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, sehingga secara parsial hipotesis yang diajukan ditolak. Jika nilai signifikansi dalam penelitian $<$ tingkat signifikansinya (α), maka secara parsial variabel independen dengan variabel kontrol berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan, sehingga secara parsial hipotesis yang diajukan diterima.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Dalam bab ini penulis akan menganalisis data yang telah terkumpul. Data yang telah dikumpulkan tersebut berupa laporan keuangan dari perusahaan non lembaga keuangan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta periode tahun 2003 sampai dengan tahun 2005. Hasil pengolahan data berupa informasi untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* terhadap kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan di Bursa Efek Jakarta.

Sesuai dengan permasalahan dan perumusan model yang telah dikemukakan, serta kepentingan pengujian hipotesis, maka teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini meliputi analisis deskriptif dan analisis statistik. Analisis statistik merupakan analisis yang mengacu pada perhitungan data penelitian yang berupa angka-angka yang dianalisis dengan bantuan komputer melalui program SPSS. Sedangkan analisis deskriptif merupakan analisis yang menjelaskan gejala-gejala yang terjadi pada variabel-variabel penelitian untuk mendukung hasil analisis statistik.

4.2. Analisis Deskriptif

Berikut akan dijelaskan analisis deskriptif yaitu menjelaskan deskripsi data dari seluruh variabel yang akan dimasukkan dalam model penelitian.

Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1
Hasil perhitungan Mean dan Standar Deviasi
dari variabel-variabel penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DEBT	99	.003	.905	.239	.221
MOWN	99	.010	23.080	3.391	5.530
INST	99	13.070	96.850	69.221	19.965
SIZE	99	8.071	17.028	13.080	1.735
ASSETS	99	.020	.910	.445	.212
ERNOVOLT	99	-.066	.258	.081	.065
STOCVOLT	99	.013	.326	.043	.036
Valid N (listwise)	99				

Sumber : Data Sekunder diolah, 2007

Dari tabel 4.1 diatas dapat dijelaskan bahwa kebijakan hutang (*debt*), selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,003 artinya bahwa perusahaan ini hanya memiliki hutang jangka panjang sebesar 0,3% dari total *equity*nya. Nilai maksimum sebesar 0,905 artinya hutang jangka panjang perusahaan tertinggi sebesar 90,5% dari total *equity*nya. Nilai rata-rata sebesar 0,239 artinya dari 33 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian, rata-rata perusahaan memiliki hutang jangka panjang sebesar 23,9% dari total *equity*nya. Nilai ini menunjukkan bahwa hutang perusahaan rata-rata jauh dibawah nilai *equity*nya.

Analisis deskriptif terhadap variabel *managerial ownership* (MOWN) menunjukkan bahwa besarnya persentase kepemilikan saham manajerial. Dari 33 perusahaan yang diteliti sebagian besar perusahaan non lembaga keuangan nilai

persentase terendah adalah sebesar 0,01%, tertinggi adalah 23,08%, rata-rata sebesar 3,39% dan standar deviasi sebesar 5,53%. Hal ini berarti rata-rata kepemilikan saham yang dimiliki pihak manajer adalah sebesar 3,39% dari seluruh saham yang beredar..

Analisis deskriptif pada variabel *institutional ownership* (INST) , menunjukkan bahwa, selama periode penelitian variabel ini memiliki nilai minimum sebesar 13,07 artinya bahwa perusahaan ini memiliki kepemilikan saham institutional terendah sebesar 13,07%. Nilai maksimum sebesar 96,85 artinya kepemilikan saham institutional tertinggi adalah 96,85%. Nilai rata-rata sebesar 69,221 artinya dari 33 perusahaan non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian, rata-rata kepemilikan saham institutional adalah sebesar 69,22%. Sedangkan standar deviasi sebesar 5,53 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *institutional ownership* (INST), adalah sebesar 5,53 dari 99 kasus yang terjadi.

Pada variabel *firm size* (SIZE) bahwa selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 8,07 artinya bahwa perusahaan ini memiliki ukuran perusahaan terkecil dimana ukuran perusahaan ini hanya sebesar 8,07 (log). Nilai maksimum sebesar 17,028 artinya bahwa dari 33 perusahaan sampel, penjualan sebagai proxy Size tertinggi adalah sebesar 17,028 (log). Nilai rata-rata sebesar 13,080 artinya bahwa selama periode penelitian, perusahaan ini memiliki rata-rata penjualan sebesar 13,080(log). Sedangkan standar deviasi sebesar 1,735 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *firm size* (SIZE) adalah sebesar 1,735 dari 99 kasus yang terjadi.

Analisis deskriptif pada variabel rasio *asset structure* (ASSET), menunjukkan bahwa, selama periode penelitian variabel ini memiliki nilai minimum sebesar 0,020 artinya bahwa perusahaan ini memiliki aktiva tetap terendah yaitu sebesar 2% dari total aktivasnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut sebagian besar aktiva yang dimiliki perusahaan berupa aktiva lancar. Nilai maksimum sebesar 0,91 artinya perusahaan ini memiliki nilai aktiva tetap terbesar yaitu sebesar 91% dari total aktivasnya. Nilai rata-rata sebesar 0,445 artinya dari 33 industri non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian, rata-rata aktiva tetapnya adalah sebesar 44,5% dari total aktivasnya. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,212 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *asset structure* (ASSET), adalah sebesar 0,212 dari 99 kasus yang terjadi.

Pada variabel *earning volatility* (ERNVOLT) menunjukkan bahwa selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar -0,066 artinya bahwa perusahaan ini memiliki pendapatan operasi terkecil yaitu sebesar -0,066 kali dari total assetnya. Nilai maksimum sebesar 0,258 artinya bahwa dari 33 perusahaan sampel, pendapatan operasi terbesar yaitu sebesar 25,8% dari total assetnya. Nilai rata-rata sebesar 0,081 artinya bahwa selama periode penelitian, rata-rata perusahaan memperoleh laba dimana pendapatan operasi bernilai positif yaitu rata-rata 0,081 kali dari total aktivasnya. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,065 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *earning volatility* (ERNVOLT) adalah sebesar 0,065 dari 99 kasus yang terjadi.

Pada Variabel *stock volatility* (STOCKVOLT) bahwa selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,013 artinya bahwa perusahaan ini memiliki return saham dengan penyebaran data yang kecil selama 3 tahun berturut-turut. Nilai maksimum sebesar 0,326 artinya bahwa dari 33 perusahaan sampel, penyimpangan return tertinggi terjadi sebesar 0,326 selama 3 tahun. Nilai rata-rata sebesar 0,043 artinya bahwa selama periode penelitian, perusahaan memiliki rata-rata *stock volatility* (STOCKVOLT) sebesar 0,043. Sedangkan standar deviasi sebesar 0,036 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel *stock volatility* (STOCKVOLT) adalah sebesar 0,036 dari 99 kasus yang terjadi.

4.3. Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan uji statistik yaitu uji F dan uji t terlebih dahulu dilakukan uji terhadap penyimpangan asumsi klasik. Pengujian ini dilakukan untuk menguji validitas dari hasil analisis regresi linier berganda. Adapun pengujian yang digunakan adalah Uji Normalitas, Uji Multikolinieritas, dan Uji Heteroskedastisitas.

4.3.1. Uji Normalitas

Normalitas data diuji dengan menggunakan metode uji One-Sample Kolmogorov-Smirnov (KS). Prosedur pengujian sebagai berikut:

- Meregres fungsi empirik, dan diperoleh nilai residual

- Menganalisis nilai residual dengan metode uji One-Sample Kolmogorov-Smirnov (KS)
- Kesimpulan : apabila nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* > 0,05, maka residual berdistribusi normal.

Hasil perhitungan SPSS 11.5 sebagai berikut:

Tabel 4.2
Hasil Perhitungan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			Standardized Residual
N			99
Normal Parameters	a,b	Mean	.0000000
		Std. Deviation	.96890428
Most Extreme Differences		Absolute	.125
		Positive	.125
		Negative	-.088
Kolmogorov-Smirnov Z			1.247
Asymp. Sig. (2-tailed)			.089

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Hasil perhitungan diatas diperoleh nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,089 > 0,05. Dengan demikian data penelitian dalam model regresi berdistribusi normal.

4.3.2. Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah situasi adanya hubungan variabel – variabel bebas diantara satu dengan lainnya. Dalam hal ini disebut variabel – variabel bebas tidak

orthogonal. Variabel yang bersifat orthogonal adalah variabel bebas yang nilai korelasi sesamanya sama dengan nol. Jika terdapat korelasi yang sempurna diantara sesama variabel – variabel bebas ini sama dengan satu, maka koefisien regresinya tidak dapat ditaksir dan nilai standar error setiap koefisien regresi menjadi tidak terhingga.

Untuk membuktikan ada atau tidaknya pelanggaran multikolinieritas dapat digunakan Uji VIF yaitu apabila nilai VIF kurang dari 10 atau besarnya toleransi lebih dari 0,1. Hasil uji multikolinieritas dapat ditunjukkan pada tabel 4.3 berikut:

Tabel 4.3
Uji Multikolinieritas

Variabel Bebas	Toleransi	VIF	Keterangan
MWON	0.895	1.117	Tidak terjadi Multikolinieritas
INST	0.978	1.022	Tidak terjadi Multikolinieritas
SIZE	0.861	1.161	Tidak terjadi Multikolinieritas
ASSET	0.946	1.057	Tidak terjadi Multikolinieritas
ERNVOLT	0.862	1.160	Tidak terjadi Multikolinieritas
STOCVOLT	0.974	1.026	Tidak terjadi Multikolinieritas

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2007

Dari hasil di atas dapat diketahui bahwa semua variabel bebas mempunyai nilai toleransi lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinieritas dalam model penelitian ini.

4.3.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui adanya korelasi antara anggota serangkaian data observasi runtut waktu, biasanya data time series. Untuk

mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan dengan pengujian terhadap nilai uji Durbin Watson (Uji Dw), dengan ketentuan sebagai berikut :

Tabel 4.4
Pengukuran Autokorelasi

Nilai d berdasarkan estimasi model regresi	DW test	Kesimpulan
$0 < d < d_{L}$		Terdapat autokorelasi positif
$d_{L} < d < d_{U}$		Tidak terdapat kesimpulan
$d_{U} < d < (4 - d_{U})$	2,030	Tidak terdapat autokorelasi
$4 - d_{U} < d < 4 - d_{L}$		Tidak terdapat kesimpulan
$4 - d_{L} < d < 4$		Terdapat autokorelasi negatif

Dengan menggunakan $\alpha = 5\%$ diperoleh :

1. Nilai tabel DW untuk $d_L(\alpha; k; n) = (0,05; 6; 99) = 1,550$
2. Nilai tabel DW untuk $d_U(\alpha; k; n) = (0,05; 6; 99) = 1,803$
3. $4 - d_U = 2,197$

Jika:

$1,803 < DW < 2,197$, maka tidak terdapat autokorelasi.

Pada hasil perbandingan d_value hasil olah regresi dengan d_value pada tingkat signifikan 5% dapat dilihat pada lampiran tabel Durbin Watson maka dapat diperoleh bahwa nilai Durbin Watson Test sebesar 2,030 yang berada diantara $Du = 1,803$ dan $4 - Du = 2,197$ sehingga model regresi tidak terdapat gejala auto korelasi.

4.3.4. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas adalah situasi tidak konstannya varians. Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan pengujian dengan menggunakan Metode Park yang selanjutnya dilakukan perbandingan antara nilai t_{hitung} dengan t_{tabel} ($\alpha = 5\%$). Jika t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} maka akan terjadi heteroskedastisitas, begitu juga sebaliknya jika t_{hitung} lebih kecil dari t_{tabel} maka tidak akan terjadi heteroskedastisitas.

Dengan menggunakan α sebesar 5% dan $df = n-k = 99 - 7 = 92$, maka diperoleh t_{tabel} sebesar $\pm 1,986$. Dan ringkasannya pada tabel 4.5 berikut ini:

Tabel 4.5
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Variabel Bebas	t hitung	t tabel	Keterangan
MWON	-1.343	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
INST	-0.709	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
SIZE	0.745	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
ASSET	0.044	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
ERNVOLT	-1.630	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
STOCVOLT	-0.548	1.986	Tidak terjadi Heteroskedastisitas

Sumber : Data hasil Regresi

Dari hasil heteroskedastisitas terhadap masing-masing variabel independen diperoleh $t_{hitung} < t_{tabel}$ sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas pada masing-masing variabel independen.

4.4. Analisis Inferensial

Dalam melakukan pengujian hipotesis penelitian yaitu membuktikan pengaruh *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* terhadap kebijakan hutang

digunakan analisis regresi linier berganda. Untuk mempermudah perhitungan regresi dari data yang cukup banyak maka dalam penelitian ini diselesaikan dengan bantuan perangkat lunak (*software*) komputer program *microsoft excel*.

Hasil pengujian terhadap model regresi berganda terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan non lembaga keuangan di Bursa Efek Jakarta dapat dilihat dalam tabel 4.6 berikut.

Tabel 4.6
Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Variabel Bebas Terhadap Kebijakan hutang

Variabel	Koefisien Regresi	Std. Error	t	Sig.t	Keterangan
(Constant)	0.060	0.190	0.313	0.755	
MOWN	-0.009	0.004	-2.253	0.027	Signifikan Negatif
INST	-0.002	0.001	-2.022	0.046	Signifikan Negatif
SIZE	0.026	0.013	2.021	0.046	Signifikan positif
ASSETS	0.247	0.101	2.452	0.016	Signifikan Positif
ERNVOLT	-0.807	0.345	-2.337	0.022	Signifikan Negatif
STOCVOLT	-0.667	0.579	-1.151	0.253	TS
R Square	0,192				
F hitung	3,635				
Sig-F	0,003				

Sumber : Data Sekunder diolah, 2007

Pada penelitian ini digunakan model persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1(\text{MOWN}) + \beta_2(\text{INST}) + \beta_3(\text{SIZE}) + \beta_4(\text{ASSET}) + \beta_5(\text{ERNVOLT}) + \beta_6(\text{STOCKVOLT}) + e$$

Dengan memperhatikan model regresi dan hasil regresi linear berganda maka didapat persamaan faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. sebagai berikut :

$$Y = 0,060 - 0,009 \text{ MOWN} - 0,002 \text{ INST} + 0,026 \text{ SIZE} + 0,247 \text{ ASSET} \\ - 0,807 \text{ ERNVOLT} - 0,667 \text{ STOCKVOLT}$$

Berdasarkan berbagai parameter dalam persamaan regresi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, maka dapat diberikan interpretasi sebagai berikut:

1. Konstanta

Nilai konstanta sebesar 0,060 dapat diartikan bahwa jika tidak ada variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* yang mempengaruhi kebijakan hutang (nilai = 0) maka besarnya kebijakan hutang akan sebesar 0,060.

2. Koefisien *Managerial Ownership* (MOWN)

Managerial Ownership (MOWN) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar -0,009 yang artinya apabila *Managerial Ownership* (MOWN) meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan hutang akan menurun sebesar 0,009 satuan, dengan asumsi bahwa variabel *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang negatif ini, berarti bahwa antara *Managerial Ownership* (MOWN) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang berlawanan. *Managerial Ownership* (MOWN) yang semakin meningkat mengakibatkan kebijakan hutang menurun, begitu pula dengan *Managerial Ownership* (MOWN) yang semakin menurun maka kebijakan

hutang akan meningkat.

3. Koefisien *Institutional Ownership* (INST)

Institutional Ownership (INST) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar $-0,002$ yang artinya apabila *Institutional Ownership* (INST) meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan hutang akan menurun sebesar $0,002$ satuan dengan asumsi bahwa variabel *Managerial Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang negatif ini, berarti bahwa antara *Institutional Ownership* (INST) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang berlawanan. *Institutional Ownership* (INST) yang semakin meningkat mengakibatkan kebijakan hutang menurun, begitu pula dengan *Institutional Ownership* (INST) yang semakin menurun maka kebijakan hutang akan meningkat.

4. Koefisien *Firm Size* (SIZE)

Firm Size (SIZE) mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar $0,026$ yang artinya apabila *Firm Size* (SIZE) meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan hutang akan meningkat sebesar $0,026$ satuan dengan asumsi bahwa variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Earning Volatility*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang positif ini, berarti bahwa antara *Firm Size* (SIZE) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang searah. *Firm Size* (SIZE) yang semakin besar mengakibatkan kebijakan hutang

meningkat, begitu pula sebaliknya jika *Firm Size* (SIZE) yang semakin menurun maka kebijakan hutang akan menurun.

5. Koefisien *Asset Structure* (ASSET)

Asset Structure (ASSET) mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar 0,247 yang artinya apabila *Asset Structure* (ASSET) meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan hutang akan meningkat sebesar 0,247 satuan dengan asumsi bahwa variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, dan *Stock Volatility* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang positif ini, berarti bahwa antara *Asset Structure* (ASSET) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang searah. *Asset Structure* (ASSET) yang semakin besar mengakibatkan kebijakan hutang meningkat, begitu pula sebaliknya jika *Asset Structure* (ASSET) yang semakin menurun maka kebijakan hutang juga akan menurun.

6. Koefisien *Earning Volatility* (ERNVOLT)

Earning Volatility (ERNVOLT) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar -0,807 yang artinya apabila *Earning Volatility* (ERNVOLT) meningkat sebesar 1 satuan, maka Kebijakan hutang akan menurun sebesar 0,807 satuan dengan asumsi bahwa variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Asset Structure* dan *Stock Volatility* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang negatif ini, berarti bahwa antara *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang berlawanan. *Earning Volatility* (ERNVOLT) yang

semakin besar mengakibatkan kebijakan hutang menurun, begitu pula sebaliknya jika *Earning Volatility* (ERNVOLT) yang semakin menurun maka kebijakan hutang akan meningkat.

7. Koefisien *Stock Volatility* (STOCKVOLT)

Stock Volatility (STOCKVOLT) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan hutang, dengan koefisien regresi sebesar 0,667 yang artinya apabila *Stock Volatility* (STOCKVOLT) meningkat sebesar 1 satuan, maka Kebijakan hutang akan menurun sebesar 0,667 satuan dengan asumsi bahwa variabel *Managerial Ownership*, *Institutional Ownership*, *Firm Size*, *Earning Volatility*, dan *Asset Structure* dalam kondisi konstan. Dengan adanya pengaruh yang negatif ini, berarti bahwa antara *Stock Volatility* (STOCKVOLT) dan kebijakan hutang menunjukkan hubungan yang berlawanan. *Stock Volatility* (STOCKVOLT) yang semakin besar mengakibatkan kebijakan hutang menurun, begitu pula sebaliknya jika *Stock Volatility* (STOCKVOLT) yang semakin menurun maka Kebijakan hutang juga akan meningkat.

4.5. Hasil Uji Hipotesis

4.5.1. Hasil Uji Regresi Simultan (Uji F)

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari uji F yang menggunakan program SPSS 11, yaitu :

Tabel 4.7
Hasil Uji Anova

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.920	6	.153	3.635	.003 ^a
	Residual	3.881	92	.042		
	Total	4.801	98			

a. Predictors: (Constant), STOCVOLT, ERNOVOLT, ASSETS, INST, MOWN, SIZE

b. Dependent Variable: DEBT

Sumber : Data sekunder diolah, 2007

Untuk menginterpretasikan data di atas kita kembali ke hipotesis yang menyatakan :

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan antara *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

Ha : Ada pengaruh yang signifikan antara *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) secara bersama-sama terhadap kebijakan hutang.

Jika $p_{\text{value}} < 0,05$ maka Ho ditolak

Jika $p_{\text{value}} > 0,05$ maka Ho diterima

Dari tabel 4.7 di atas di dapat F_{hitung} sebesar 3,635 dengan probabilitas 0,003. Hal ini menunjukkan bahwa P_{value} jauh lebih kecil dari 0,05. Karena $P_{\text{value}} < 0,05$ ($0,003 < 0,05$), maka Ha diterima dan menolak Ho (hipotesis nol ditolak).

Ini menunjukkan bahwa *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning*

Volatility (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Kemudian untuk menunjukkan berapa persen kebijakan hutang yang dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebasnya dapat dilihat dari tabel 4.8 dibawah ini:

Tabel 4.8
Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi,
dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.438 ^a	.192	.139	.2053935

a. Predictors: (Constant), STOCVOLT, ERNOVOLT, ASSETS, INST, MOWN, SIZE

Sumber : Data Sekunder diolah, 2007

Dari tabel 4.8 di atas dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,192. Dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0,192, maka dapat diartikan bahwa 19,2% kebijakan hutang dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebas yang terdiri dari *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stoct Volatility* (STOCKVOLT). Sedangkan sisanya sebesar 80,8% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

Dalam kolom yang paling kanan terlihat nilai *Standard Error of the*

Estimate (Standar error penaksiran) sebesar 0,20539. Nilai ini lebih kecil dari pada standar deviasi pada kebijakan hutang sebesar 0,22134 (terlihat pada tabel 4.1). Hal ini dapat menjelaskan bahwa model regresi lebih baik dalam bertindak sebagai prediktor kebijakan hutang dari pada rata-rata kebijakan hutang itu sendiri, karena memiliki tingkat kesalahan taksir yang kecil.

4.5.2. Hasil Uji Regresi Parsial (Uji t)

Seperti telah dijelaskan dalam bab sebelumnya, hasil dari perbandingan antara p_{value} dengan tingkat signifikansi 0,05 akan dijadikan dasar untuk pengambilan keputusan. Tabel 4.6 yang berisi hasil persamaan regresi pada variabel-variabel penelitian akan memperlihatkan hasil dari p_{value} yang dikeluarkan oleh output olah data dengan menggunakan software SPSS 11.5. Dari tabel tersebut terlihat nilai p_{value} untuk masing-masing variabel bebasnya telah diketahui dan dapat dijadikan sebagai dasar pengambilan keputusan dengan cara membandingkannya dengan tingkat signifikansi 0,05.

Berdasarkan tabel 4.6 diatas dapat diketahui bahwa hasil uji t untuk variabel *Managerial Ownership* (MOWN) sebesar -2,253 dan probabilitas sebesar 0,027 yang nilainya dibawah 0,05. Dengan demikian p_{value} lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,027 < 0,05$). Hal ini berarti H_a diterima, yang berarti secara parsial variabel *Managerial Ownership* (MOWN) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan koefisien regresi negatif menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial, maka kebijakan hutang akan ditekan sekecil mungkin.

Pada pengujian secara parsial untuk variabel *Institutional Ownership* (INST) diperoleh t_{hitung} sebesar -2,022 dan probabilitas sebesar 0,046 yang nilainya dibawah 0,05. Dengan demikian p_{value} lebih kecil dari tingkat signifikansi 5% ($0,046 < 0,05$). Hal ini berarti H_0 ditolak, yang berarti secara parsial variabel *Institutional Ownership* (INST) berpengaruh secara signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Artinya besar kecilnya *Institutional Ownership* (INST) akan mempengaruhi terhadap besar kecilnya hutang yang ditetapkan oleh perusahaan.

Pada pengujian secara parsial untuk variabel *Firm Size* (SIZE) diperoleh t_{hitung} sebesar 2,021 dan probabilitas sebesar 0,046 yang nilainya dibawah 0,05. Hal ini berarti H_0 ditolak, yang berarti secara parsial variabel *Firm Size* (SIZE) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan koefisien regresi yang bernilai positif maka semakin besar *Firm Size* (SIZE) maka kebijakan hutang perusahaan akan semakin besar pula.

Pada pengujian secara parsial untuk variabel *Asset Structure* (ASSET) diperoleh t_{hitung} sebesar 2,452 dan probabilitas sebesar 0,016 yang nilainya dibawah 0,05. Hal ini berarti H_0 ditolak, yang berarti secara parsial variabel *Asset Structure* (ASSET) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan koefisien regresi yang bernilai positif menunjukkan bahwa semakin besar *Asset Structure* (ASSET) maka semakin besar pula kebijakan hutang perusahaan .

Pada pengujian secara parsial untuk variabel *Earning Volatility* (ERNVOLT) diperoleh t_{hitung} sebesar -2,337 dan probabilitas sebesar 0,022 yang nilainya lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti H_0 ditolak, yang berarti secara parsial

variabel *Earning Volatility* (ERNVOLT) berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya semakin besar *Earning Volatility* (ERNVOLT) maka semakin kecil kebijakan hutang perusahaan.

Pada pengujian secara parsial untuk variabel *Stock Volatility* (STOCKVOLT) diperoleh t_{hitung} sebesar -1,151 dan probabilitas sebesar 0,253 yang nilainya jauh diatas 0,05. Hal ini berarti H_0 diterima, yang berarti secara parsial variabel *Stock Volatility* (STOCKVOLT) tidak berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Artinya besar kecilnya nilai *Stock Volatility* (STOCKVOLT) tidak akan berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

4.6. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis diatas, maka dapat disimpulkan bahwa secara keseluruhan / bersama-sama variabel *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Dividen* (DIVD), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan di Bursa Efek Jakarta. Besarnya pengaruh secara bersama-sama keenam variabel bebas tersebut terhadap kebijakan hutang adalah sebesar 19,2% dan sisanya sebesar 80,8% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Hasil penelitian ini telah sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et. al (1998) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan dan beberapa variabel agency lainnya mempunyai pengaruh yang signifikan secara bersama-sama.

Hasil ini didukung dengan pengujian secara parsial, yang menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan *kepemilikan institusional* terbukti berpengaruh secara signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan untuk variabel kontrol ukuran perusahaan, *Assets* dan *earning volatility* terbukti berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan untuk variabel *Stockvolt* tidak terbukti secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa “kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*) pada perusahaan non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta” dapat diterima.

Begitu juga untuk hipotesis kedua yang menyatakan “kepemilikan investor (*INST*) mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*) pada perusahaan non lembaga keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta” juga dapat diterima.

Pada *Agency Theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemamuran pemegang saham. Untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hal ini juga berlaku pada perusahaan non lembaga keuangan, dimana dalam menentukan kebijakan hutang tersebut sering muncul perbedaan pendapat

antara manajemen dengan pihak pemegang saham. Terbukti dari kepemilikan dan variabel *agency* lainnya berpengaruh secara serentak terhadap kebijakan hutang pada industri non lembaga keuangan.

Variabel *Managerial Ownership* (MOWN) terbukti secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bahkan jika dilihat dari koefisien regresi yang bernilai negatif, hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling yang menunjukkan bahwa *Managerial Ownership* (MOWN) dan *debt* mempunyai hubungan negatif. Ini berarti bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan. Meningkatnya *manajerial ownership* dapat mensejajarkan kepentingan para manajer dengan kepentingan *outside shareholder* dan mengurangi penggunaan hutang secara optimal, sehingga dapat meminimumkan biaya keagenan. Dengan kata lain *insider ownership* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan pendapat yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan tersebut dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dalam perusahaan. Dengan demikian manajer ikut memiliki perusahaan sehingga manajer tidak mungkin bertindak oportunistik lagi. Dengan adanya kepemilikan saham maka manajer akan hati-hati dalam menggunakan hutang dan berusaha meminimumkan biaya keagenan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan

Variabel *Institutional Investor* (INST) terbukti secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Bahkan jika dilihat dari koefisien regresi yang bernilai

negatif, hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) yang menunjukkan bahwa *institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap kebijakan hutang pada level 10%. Hasil ini konsisten dengan teori dan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Moh'd et. al (1998) dan Bathala (1994) . Penemuan ini juga menunjukkan bahwa para *institutional ownership* pada industri non lembaga keuangan di BEJ sadar bahwa keberadaan mereka dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Adanya monitoring yang efektif oleh *institutional ownership* menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat monitoring sudah diambil alih oleh *institutional ownership*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

Variabel *Firm Size* (SIZE) secara parsial terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Dengan arah koefisien regresi yang bernilai positif menunjukkan bahwa semakin besar *Firm Size* (SIZE) maka semakin besar kebijakan hutang perusahaan. Hasil ini telah konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Homaifar et a; (1994) dan Moh'd et al (1998), bahwa dalam hal ini perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena mereka berkembang semakin besar dan perusahaan besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal. Ini disebabkan karena perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan sumber dana.

Variabel *Asset Structure* (ASSET) merupakan variabel yang terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang. Jika dilihat dari

koefisien regresi yang bernilai positif, maka hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd et al (1998) yang menyatakan bahwa investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai dengan jaminan yang lebih besar. Semakin besar aktiva tetap perusahaan, maka akan semakin mudah perusahaan tersebut untuk mendapatkan dana, begitu juga sebaliknya apabila aktiva tetap semakin kecil maka *bondholder* sebagai kreditur akan berpikir dua kali dalam memberikan pinjaman yang besar kepada perusahaan tersebut, mengingat resiko yang diperoleh akan tinggi, sehingga perusahaan yang memiliki aktiva tetap rendah akan kesulitan dalam perolehan hutang yang besar.

Earning Volatility (ERNVOLT) terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Bahkan jika dilihat dari koefisien regresi yang bernilai negatif, hasil penelitian ini telah konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Bathala et al (1994) yang menemukan hubungan yang signifikan dan negatif antara *Earning Volatility* (ERNVOLT) dengan debt ratio. Bila standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak semakin tinggi, pihak kreditor akan enggan memberikan hutang pada perusahaan sehingga rasio hutang akan turun.

Stock Volatility (STOCKVOLT) tidak terbukti secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Namun jika dilihat dari koefisien regresi yang bernilai negatif, hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Bathala et al (1994) yang menemukan adanya hubungan signifikan dan positif antara *Stock Volatility* (STOCKVOLT) dengan debt ratio. Hal ini disebabkan karena *stockvold* merupakan ukuran naik turunnya harga saham, juga menunjukkan tingkat risiko. Jika *stockvoltnya* tinggi, maka harga saham pada perusahaan tersebut akan mampu berubah cukup besar baik naik maupun turun, sehingga akan lebih diminati oleh investor karena keuntungannya dapat

maksimal,. Hal ini tentunya juga memberikan daya tarik bagi bondholder (pemberi pinjaman), sehingga hutang perusahaan dapat ditingkatkan. Tidak signifikannya variabel ini kemungkinan disebabkan karena variance dari return belum sepenuhnya merupakan satu-satunya risiko perusahaan, namun masih banyak pengukur risiko yang lebih valid, seperti koefisien beta, sehingga pihak kreditur harus mempertimbangkan dari risiko-risiko return yang lain untuk memberikan jumlah pinjaman perusahaan, misalnya untuk hutang dalam bentuk obligasi mempertimbangkan peringkat obligasi dan lain sebagainya.



BAB V

KESIMPULAN DAN PEMBAHASAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan di Bab terdahulu, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah:

1. Secara keseluruhan pada saat periode penelitian menunjukkan bahwa *Managerial Ownership* (MOWN), *Institutional Ownership* (INST), *Firm Size* (SIZE), *Asset Structure* (ASSET), *Earning Volatility* (ERNVOLT) dan *Stock Volatility* (STOCKVOLT) secara bersama-sama dan signifikan mempengaruhi kebijakan hutang sebesar 19,2% dan sisanya sebesar 80,8% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak masuk dalam model penelitian ini. Dengan demikian hipotesis dalam penelitian ini terbukti.
2. Secara parsial kepemilikan manajerial (MOWN) terbukti berpengaruh secara signifikan negatif terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non lembaga keuangan di Bursa Efek Jakarta. Hal ini berarti kepemilikan manajerial yang semakin meningkat maka kebijakan hutang akan semakin berkurang.
3. Secara parsial kepemilikan instutusional (INST) terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan manufatkur di Bursa Efek Jakarta. Hal ini berarti kepemilikan investor dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan bagi kreditur dalam memberikan jumlah hutang kepada perusahaan, dimana semakin besar kepemilikan investor maka akan menurunkan hutang perusahaan.

4. Secara parsial saat periode variabel kontrol ukuran perusahaan, struktur asset dan *ernvolt* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan variabel kontrol STOCKVOLT tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan hutang.

5.2. Saran

1. Bagi Investor

Bagi investor yang akan menanamkan investasinya pada industri non lembaga keuangan di BEJ sebaiknya harus benar-benar teliti dalam menganalisa hutang perusahaan sehingga mendapatkan keuntungan sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini dapat dilakukan dengan menggunakan beberapa alat analisa yang dapat dipakai seperti menggunakan faktor-faktor yang terbukti mempengaruhi kebijakan hutang secara signifikan dalam penelitian ini yaitu rasio kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, struktur asset dan *earning volatility*. Untuk itu perlu bagi investor untuk menggunakan rasio tersebut untuk kepentingan analisa investasi, sebab dari hasil penelitian menunjukkan kelima variabel tersebut merupakan faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan hutang.

2. Saran Penelitian Lanjutan

Peneliti menyadari bahwa penelitian ini masih jauh dari sempurna. Untuk itu peneliti memberikan saran untuk penelitian selanjutnya sebaiknya periode penelitian yang digunakan ditambah sehingga menghasilkan informasi yang lebih mendukung. Jumlah sampel yang digunakan dapat ditambah dan

dapat diperluas ke beberapa sektor perusahaan lain seperti sektor jasa dan lembaga keuangan.



DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A. And G. Mandelker (1987), *Managerial incentive and corporate investment and financing decision*, Journal of Finance 42, 823 – 837
- Bathala et.al, 1994, *Managerial Ownership, Debt Policy and the Impact of Institutional Holding: an agency perspective*, financial Managemen, 23: 38 – 50
- Brigham, E.F. and I.C. Gapenski, 1996) *Intermediate Financial Management*, Fifth Edition, The Dryden press, New York
- Cruthcley C.E. and R.S, Hansen, 1989, *A Test of agency Theoury of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corpoerate Divident*, Financial Managemen 18: 34 – 46
- Homaifar, G., J.Zietz., and O. Benkato, 1994, *An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence*”, Journal of Business Finance and Accounting, 21, 1 – 4
- Jensen, M., 1986, *Agency Cos of Free Cash Flows, Corporate Finance and Takeover*, Jurnal of Political Economy, 76: 323 – 329
- Jensen., M and W.H. Meckling, 1976, *Theory of the firm, Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3: 305 – 366
- Jensen G.R; Solberg, and T.S Zorn, 1992, *Simultaneous Determinant of Kepemilikan orang dalam atau insider ownership, Debt, and Divident Policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27 : 247 – 263
- Kim, W, and E. Sorenson, 1986, *Evidence on the impact of the agency cost of debt on corporate debt polity*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 21 , 131 – 144
- Lambert, and T.L. Steiner, 2001, *Managerial Ownership and Agency Conflict: A Nonlinier Simutaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividen Policy*, Financial Review, 34: 119-137
- Mehran, H, 1992, *Executive Incentive Plans, Corpoerate Control and Capital Structure*” Journal of Financial and Quantitative Analysis 27, 539 – 560
- Myers, S, 1997 *Determinants of Corporate Borrowong*”, Journal of Finance Economic, 5, 147 – 176

- Myers, S. and N. Majluf (1984) *Corporate Financing and Investment Decision when Firm have Information Investors do not have*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 13, 187– 221
- Moh'd M.A., L.G, Perry ., and J.N Rimbey, 1998, *The Impact of ownership structure on corporate debt policy: A Time Series Coss Sectional Analysis*, *Financial Review*, August, Vol.33, 85 – 99
- Riyanto, Bambang, 1995 “*Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*”, Edisi ke empat, BPFE, Yogyakarta.
- Wahidawati, 2000, *Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency*, *Journal SNA IV* : 1084-1102



LAMPIRAN



LAMPIRAN I

Nama – Nama Perusahaan non Keuangan yang Digunakan sebagai Sample

Tahun 2003 – 2005

No	Nama Perusahaan	Kode
1	PT. Aneka Kemasindo Utama, Tbk	AKKU
2	PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	BLTA
3	PT. Centrin Online, Tbk	CENT
4	PT. Citra Marga Nusaphala Persada, Tbk	CMNP
5	PT. Dynaplast, Tbk	DYNA
6	PT. Gudang Garam, Tbk	GGRM
7	PT. Sumi Indo Kabel, Tbk	IKBI
8	PT. International Nickel Indonesia, Tbk	INCO
9	PT. Lion Metal Works, Tbk	LION
10	PT. Lautan Luas Tbk	LTLS
11	PT. Metrodata Electronics, Tbk	MTDL
12	PT. Rig Tanders, Tbk	RIGS
13	PT. Summarecon Agung, Tbk	SMRA
14	PT. Tunas Baru Lampung	TBLA
15	PT. Cahaya Kalbar, Tbk	CEKA
16	PT. TIFICO, Tbk	TFCO
17	PT. Hanson International, Tbk	MYRX
18	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	BUDI
19	PT. Sorini Corporation, Tbk	SOBI
20	PT. Arga Karya Prima Industri, Tbk	AKPI
21	PT. Astra Otoparts Tbk	AUTO
22	PT. Hexindo Adi Perkasa, Tbk	HEXA
23	PT. Intraco Penta, Tbk	INTA
24	PT. Nippres, Tbk	NIPS
25	PT. Prima Alloy Steel, Tbk	PRAS
26	PT. Pyridam Farma, Tbk	PYFA
27	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	TMAS
28	PT. Samudera Indonesia, Tbk	SMDR
29	PT. Infoasia Teknologi Global, Tbk	IATG
30	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	LAMI
31	PT. Panorama Sentrawisata, Tbk	PANR
32	PT. Gema Grahasarana, Tbk	GEMA
33	PT. Rukun Raharja, Tbk	RAJA

LAMPIRAN II

DATA PENELITIAN

No	Kode	Nama Perusahaan	Hutang Jangka Panjang			Equity			DEBT			MWON		
			2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
1	AKKU	PT. Aneka Kemasindo Utama, Tbk	13454	997	1.206	227.771	33.948	34.928	0,058	0,029	0,033	0,650	0,66	0,65
2	BLTA	PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	1630716	1.854.482	4.524.850	1.081.891	1.665.480	2.008.386	0,601	0,527	0,693	0,080	0,06	0,06
3	CENT	PT. Centrin Online, Tbk	2835	3.049	2.845	69.467	75.513	78.286	0,039	0,039	0,033	0,540	0,54	0,54
4	CMNP	PT. Citra Marga Nusaphala Persada, Tbk	388789	170.998	374.685	1.042.030	1.128.012	1.190.039	0,272	0,132	0,239	5,130	5,13	5,13
5	DYNA	PT. Dynaplast, Tbk	115365	224.258	242.537	362.878	394.943	387.685	0,241	0,382	0,385	0,480	0,48	0,48
6	GGRM	PT. Gudang Garam, Tbk	310326	387.288	613.147	10.970.871	12.183.853	13.111.455	0,028	0,031	0,038	2,080	2,08	2,08
7	IKBI	PT. Sumi Indo Kabel, Tbk	2072	3.269	5.491	309.357	316.798	338.405	0,007	0,010	0,016	0,090	0,09	0,09
8	INCO	PT. International Nickel Indonesia, Tbk	2513281	2.552.165	2.235.524	7.272.148	10.702.915	12.685.384	0,257	0,193	0,160	0,040	0,04	0,04
9	LION	PT. Lion Metal Works, Tbk	5445	7.403	9.339	101.639	120.511	134.332	0,051	0,058	0,065	0,180	0,18	0,18
10	LTL	PT. Leutan Luas, Tbk	491892	301.737	271.238	398.392	450.186	498.240	0,552	0,401	0,353	3,640	3,64	3,64
11	MTDL	PT. Mediatec Electronics, Tbk	470705	51.320	40.180	1.748.990	234.152	249.910	0,212	0,180	0,138	0,710	0,71	0,71
12	RIGS	PT. Rig Tenders, Tbk	1844	2.852	5.569	507.658	589.500	642.929	0,004	0,005	0,009	0,110	0,11	0,11
13	SMRA	PT. Summarecon Agung, Tbk	194891	196.028	169.012	528.968	647.880	837.150	0,269	0,232	0,188	0,380	0,38	0,38
14	TBLA	PT. Tunas Baru Lampung	329230	560.987	602.720	502.210	510.588	511.960	0,398	0,524	0,541	0,120	0,12	0,12
15	CEKA	PT. Cahaya Kalbar, Tbk	12400	20.621	64.841	228.645	200.684	179.070	0,051	0,093	0,286	16,610	16,61	16,61
16	TFCO	PT. TIFICO, Tbk	397716	588.625	822.593	737.838	683.028	402.988	0,350	0,462	0,671	2,200	2,20	2,20
17	MYRX	PT. Hanson International, Tbk	116213	81.784	78.215	330.227	332.982	318.565	0,260	0,197	0,193	1,460	1,46	1,46
18	BUDI	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	648781	404.334	409.723	143.272	192.069	198.038	0,819	0,678	0,674	0,840	0,84	0,84
19	SOBI	PT. Sorini Corporation, Tbk	71766	16.448	14.595	282.528	312.215	340.598	0,203	0,050	0,041	0,050	0,05	0,05
20	AKPI	PT. Arja Karya Prima Industri, Tbk	547332	5.403.438	490.279	648.874	588.982	588.840	0,499	0,905	0,455	7,150	7,15	7,15
21	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk	95244	56.836	5.051	1.194.707	1.398.514	1.638.389	0,074	0,039	0,003	0,040	0,04	0,04
22	HEXA	PT. Hexindo Adi Perkasa, Tbk	6780	62.364	69.982	208.811	283.110	344.761	0,032	0,181	0,206	5,080	5,08	5,08
23	INTA	PT. Intraco Penta, Tbk	136364	1.270.517	79.368	130.788	136.228	315.450	0,510	0,903	0,201	4,930	4,93	4,93
24	NIPS	PT. Nippres, Tbk	47384	43.809	33.157	83.171	80.298	83.367	0,363	0,353	0,295	18,350	18,35	18,35
25	PRAS	PT. Prima Alloy Steel, Tbk	23126	30.397	36.252	114.144	124.964	129.554	0,168	0,196	0,219	6,270	6,27	6,27
26	PYFA	PT. Pyridam Farma, Tbk	249	331	468	60.711	62.143	63.471	0,004	0,005	0,007	2,300	2,30	2,30
27	TMAS	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	25044	54.633	91.826	178.595	222.795	333.097	0,123	0,197	0,216	0,080	0,08	0,08
28	SMDR	PT. Samudera Indonesia, Tbk	112288	83.228	67.453	862.822	1.157.799	1.512.184	0,113	0,087	0,043	2,290	2,29	2,29
29	IATG	PT. Infossia Teknologi Global, Tbk	2120	122.002	123.181	115.898	181.084	220.286	0,018	0,403	0,359	3,610	3,61	3,61
30	LAMI	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	29289	71.599	68.742	158.790	160.243	161.933	0,156	0,309	0,298	0,010	0,01	0,01
31	PANR	PT. Panorama Sentrawisata, Tbk	13664	23.855	43.344	123.151	121.545	121.487	0,100	0,184	0,263	4,500	4,50	4,50
32	GEMA	PT. Gema Grahasarana, Tbk	1178	5.782	56.290	38.290	38.818	43.171	0,030	0,130	0,566	0,260	0,26	0,26
33	RAJA	PT. Rukun Rahajia, Tbk	79	58.194	22.538	30.822	29.572	65.436	0,003	0,693	0,256	0,830	0,83	0,83

LAMPIRAN III

DATA PENELITIAN (lanjutan)

No	Kode	Nama Perusahaan	INST			SALES			SIZE			FIXED ASSET		
			2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
1	AKKU	PT. Aneka Kemasindo Utama, Tbk	64,57	64,57	64,57	7,775	22,332	25,514	8,96	10,01	10,15	11,076	14,132	24,440
2	BLTA	PT. Berlian Lalu Tanker, Tbk	45,35	45,35	45,35	969,986	1,351,433	2,617,192	13,78	14,12	14,78	2,175,580	2,944,327	5,184,774
3	CENT	PT. Centrin Online, Tbk	77,70	77,70	77,70	48,060	58,906	61,099	10,78	10,98	11,02	29,978	28,081	25,797
4	CMNP	PT. Citra Marga Nusaphala Persada, Tbk	40,87	40,87	40,87	354,548	413,921	437,640	12,78	12,93	12,99	1,498,045	1,472,697	1,454,237
5	DYNA	PT. Dynaplast, Tbk	71,88	71,88	71,88	589,328	741,447	868,193	13,29	13,52	13,69	516,602	627,372	698,914
6	GGRM	PT. Gudang Garam, Tbk	72,12	72,12	72,12	23,137,376	24,294,682	24,847,345	18,98	17,01	17,03	1,936,413	6,927,897	7,314,532
7	IKBI	PT. Sumi Indo Kabel, Tbk	93,06	93,06	93,06	582,244	976,070	1,423,929	13,27	13,79	14,17	192,082	176,834	168,853
8	INCO	PT. International Nickel Indonesia, Tbk	82,07	82,07	82,07	4,299,760	7,409,936	8,709,298	15,27	15,82	15,98	8,580,885	10,777,559	11,691,707
9	LION	PT. Lion Metal Works, Tbk	57,70	57,70	57,70	87,997	111,114	128,842	11,39	11,62	11,77	15,420	18,225	17,433
10	LTLS	PT. Lautan Luas Tbk	63,03	63,03	63,03	1,258,443	1,705,586	2,168,528	14,05	14,35	14,59	379,413	442,133	476,496
11	MTDL	PT. Metrodata Electronics, Tbk	13,07	13,07	13,07	5,084,943	1,260,770	1,503,806	15,44	14,05	14,22	1,223,274	54,819	35,124
12	RIGS	PT. Rig Tenders, Tbk	96,85	96,85	96,85	170,302	221,361	256,232	12,05	12,31	12,45	212,791	286,782	269,029
13	SMRA	PT. Summarecon Agung, Tbk	33,10	33,10	33,10	482,109	632,388	797,932	13,11	13,36	13,59	613,155	686,393	754,987
14	TBLA	PT. Tunes Baru Lampung	78,20	78,20	78,20	715,576	1,191,010	1,220,838	13,48	13,99	14,01	379,018	484,964	570,501
15	CEKA	PT. Cahaya Kalbar, Tbk	66,73	66,73	66,73	180,498	187,812	240,713	12,10	12,03	12,39	159,484	178,634	131,386
16	TFCO	PT. TIFICO, Tbk	96,80	96,80	96,80	1,948,954	2,590,237	2,876,206	14,48	14,77	14,80	1,286,826	1,419,651	1,608,566
17	MYRX	PT. Hanson International, Tbk	57,00	57,00	57,00	298,008	365,186	366,747	12,60	12,81	12,89	421,371	419,483	410,873
18	BUDI	PT. Budi Acid Jaya, Tbk	61,86	61,86	61,86	634,118	929,458	1,024,621	13,36	13,74	13,84	551,238	562,843	575,210
19	SOBI	PT. Sorini Corporation, Tbk	64,62	64,62	64,62	491,078	575,894	711,114	13,10	13,26	13,47	249,050	266,540	223,519
20	AKPI	PT. Arja Karya Prima Industri, Tbk	83,08	83,08	83,08	8,544,712	946,877	1,049,077	15,98	13,78	13,86	839,004	830,225	836,956
21	AUTO	PT. Astra Otoparts Tbk	86,72	86,72	86,72	2,151,605	2,924,581	3,852,998	14,58	14,89	15,18	460,309	662,876	798,249
22	HEXA	PT. Hexindo Adi Perkasa, Tbk	78,21	78,21	78,21	661,908	995,576	1,423,317	13,40	13,81	14,17	113,681	105,021	200,104
23	INTA	PT. Intraco Penta, Tbk	45,00	45,00	45,00	471,862	701,756	786,522	13,06	13,46	13,58	74,580	63,643	57,703
24	NIPS	PT. Nippres, Tbk	37,11	37,11	37,11	121,839	166,201	218,828	11,71	12,03	12,30	116,048	113,900	110,692
25	PRAS	PT. Prima Alloy Steel, Tbk	87,43	87,43	87,43	391,433	541,705	688,563	12,88	13,20	13,44	108,124	110,451	126,698
26	PYFA	PT. Pyridam Farma, Tbk	93,85	93,85	93,85	27,256	33,989	39,640	10,21	10,43	10,59	56,314	57,482	58,544
27	TMAS	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	87,78	87,78	87,78	179,403	365,654	625,778	12,10	12,81	13,35	221,159	264,540	456,967
28	SMDR	PT. Samudera Indonesia, Tbk	66,48	66,48	66,48	2,838,922	3,545,537	4,524,013	14,86	15,09	15,32	1,057,876	988,158	1,032,903
29	IATG	PT. Infoesla Teknologi Global, Tbk	63,06	63,06	63,06	158,788	311,268	405,589	11,98	12,85	12,91	46,030	120,220	168,612
30	LAMI	PT. Lamicitra Nusantara, Tbk	92,88	92,88	92,88	58,070	63,745	57,756	10,97	11,06	10,96	73,508	66,842	80,813
31	PANR	PT. Panorama Sentrawisata, Tbk	79,29	79,29	79,29	519,773	597,825	741,574	13,16	13,30	13,52	80,723	86,749	117,102
32	GIEMA	PT. Gema Grahasatana, Tbk	82,55	82,55	82,55	83,978	137,689	245,757	11,34	11,83	12,41	22,297	35,517	96,184
33	RAJA	PT. Rukun Raharja, Tbk	66,27	66,27	66,27	5,083	3,201	16,241	8,53	8,07	9,70	604	49,082	49,277

