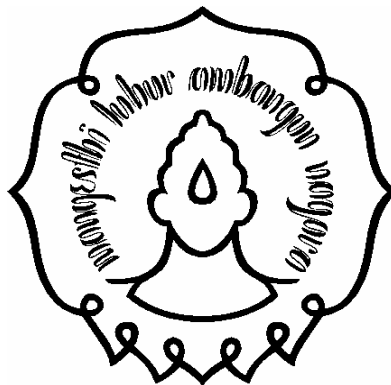


PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP, OUTSIDER OWNERSHIP, DIVIDEND PAYOUT RATIO, DAN EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA



Skripsi

**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat-syarat
untuk Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta**

Disusun Oleh:

ARDIAN WIDIARTO

F0305033

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA**

2009

Skripsi dengan judul:

PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, *OUTSIDER OWNERSHIP*, *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, DAN *EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Surakarta, 22 Juli 2009

Disetujui dan diterima oleh

Dosen pembimbing



Drs. Santoso Tri Hananto, M.Si, Ak

NIP.196909241994021001

HALAMAN PENGESAHAN TIM PENGUJI

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh tim penguji skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret guna melengkapi tugas-tugas dan memenuhi syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi.

Surakarta, 21 Agustus 2009

Tim Penguji Skripsi


1. Drs. Rahmawati, M.Si., Ak.
NIP 196804011993032001

()
Ketua

2. Drs. Subekti Djamaluddin, M.Si., Ak.
NIP 195509161988031001

()
Sekretaris

3. Drs. Santoso Tri Hananto M.Si., Ak.
NIP 196909241994021001

()
Pembimbing

MOTTO

“Kepuasan terletak pada usaha, bukan pada hasil. Berusaha dengan keras adalah kemenangan yang hakiki.”

(Mahatma Gandhi)

“Kita adalah apa yang kita kerjakan berulang kali. Dengan demikian, kecemerlangan bukan tindakan, tetapi kebiasaan.”

(Aristoteles)

“Orang yang luar biasa itu sederhana dalam ucapan, tetapi hebat dalam tindakan.”

(Confucius)

PERSEMBAHAN

Karya ini penulis persembahkan untuk:

- **ALLAH SWT yang telah memberikan begitu banyak kemurahan dan kemudahan.**
- **Ibu, Bapak dan kakakku**
- **Keluarga besar di manapun**
- **Sahabat-sahabatku**

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah swt. atas segala kemudahan dan karunia yang dilimpahkan-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, *OUTSIDER OWNERSHIP*, *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, DAN *EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA”

Skripsi ini disusun guna memenuhi tugas akhir dan syarat mencapai gelar Sarjana Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan bantuan dari semua pihak. Untuk itu, pada kesempatan ini penulis mengucapkan banyak terima kasih kepada semua pihak yang banyak membantu hingga terselesaikannya skripsi ini yaitu :

1. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com, Ak. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
2. Drs. Jaka Winarna, M.Si, Ak. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta
3. Drs. Santoso Tri Hananto, M.Si, Ak. selaku pembimbing skripsi.
4. Drs. Hasan Fauzi, MBA, Ak. selaku pembimbing akademik
5. Ibu Sri Hartinah (Ibuku), Bapak Sulistyo Pambudi (Ayahku) dan Wiwit Widayanto (Kakakku) yang selalu memberikan bimbingan, dorongan dan motivasi selama pengerjaan skripsi ini serta dalam hidupku.

6. Orang yang sudah kuanggap sebagai kakakku sendiri Mas Sutaryo yang telah banyak membantu selama kuliah sampai lulus.
7. Teman - temanku: Linda, Dita, Laura, Andriaz, Ika, Mas Syahriar, Angie, dan Fani.
8. Anak Akuntansi 2005: Ulie, Albert, Hendi, Fijri, Indro, Dindolz, Surip, Munawir, Kardjo, Aio, Sueb, Erick, Baqir, Yoga, Adjenk, Mieda, Larasya, Mbak Fe, Mery, Catherin, dll. atas semua pengalaman yang diberikan dari *touring*, rasa cinta dan pengalaman lain yang pernah kita lakukan bersama.
9. Serta semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat kami sebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu, penulis sangat mengharapkan saran dan kritik yang membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak, khususnya pembaca yang membutuhkan informasi yang berkaitan dengan skripsi ini.

Surakarta, 22 Juli 2009

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
ABSTRAK	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	v
HALAMAN PENGESAHAN	vi
HALAMAN MOTTO	vii
HALAMAN PERSEMBAHAN	viii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian	1
B. Rumusan Masalah	6
C. Tujuan Penelitian	7
D. Manfaat Penelitian	8

BAB II LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Landasan Teori	9
1. Struktur Kepemilikan Modal	9

2. Teori Keagenan	10
3. <i>Dividend Payout Ratio</i>	12
4. <i>Earnings Volatility</i>	14
5. Kebijakan Utang	16
B. Review Penelitian Terdahulu	17
C. Kerangka Teoritis	23
D. Hipotesis	23

BAB III METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian	27
B. Populasi dan Sampel Penelitian	27
C. Data dan Metode Pengumpulan Data	28
D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya	29
E. Metode Analisis Data	31

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Pengumpulan Data	40
B. Statistik Deskriptif	41
C. Pengujian Asumsi Klasik	43
1. Uji Normalitas	43
2. Uji Multikolinearitas	45
3. Uji Autokorelasi	46
4. Heteroskedastisitas	46

D. Uji Hipotesis	48
1. Analisis Regresi Ganda	48
2. Pengujian Beda Rata-rata <i>t-test</i>	51
E. Pembahasan	54

BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan	59
B. Keterbatasan	60
C. Saran	61
D. Implikasi	61

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
III.1 Kriteria Pengujian Autokorelasi	34
IV.1 Hasil Pengambilan Sampel	40
IV.2 Hasil Statistik Deskriptif	42
IV.3 Hasil Uji Normalitas Data	43
IV.4 Hasil Uji Normalitas Data	44
IV.5 Hasil Uji Multikolenearitas	45
IV.6 Hasil Analisis Regresi Ganda	48
IV.7 Hasil Uji Signifikansi-t	51
IV.8 Hasil Uji Beda <i>t-test</i>	54

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
II.1 Kerangka Pikir	23
IV.1 Scaterplot Heteroskedastisitas	47

ABSTRAK

PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, *OUTSIDER OWNERSHIP*, *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, DAN *EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

ARDIAN WIDIARTO
NIM. F.0305033

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* terhadap kebijakan utang perusahaan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Untuk memenuhi tujuan tersebut, penelitian ini menggunakan sampel akhir yang diperoleh sebanyak 65 perusahaan terdiri dari 41 perusahaan manufaktur dan 24 perusahaan non manufaktur (dikecualikan dari kelompok ini sektor perbankan dan asuransi) yang ditentukan dengan *purposive sampling*. Analisis data dilakukan dengan menggunakan alat uji regresi berganda (*multiple regression*) dengan terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data dan asumsi klasik yang terdiri dari autokorelasi, multikolinear dan heteroskedastisitas. Dalam pengujian data, penelitian ini menggunakan bantuan *software computer* untuk statistik yaitu SPSS versi 16.00.

Hasil analisis data penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan utang. Sementara itu, *outsider ownership* tidak berpengaruh terhadap penetapan kebijakan utang perusahaan. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pangaruh secara statistic antara kelompok perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang melakukan kebijakan utang dalam hal Variabel *Insider Ownership* (INSID), *Outsider Ownership* (OUTS), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Earnings Volatility* (EV).

Hasil penelitian mendasari pengajuan saran penelitian yaitu untuk dapat menambah variabel penelitian, memperpanjang periode penelitian agar dapat diperoleh hasil penelitian terkait kebijakan utang perusahaan yang lebih mendalam.

Kata kunci: kebijakan utang, *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, *earnings volatility*.

ABSTRACT

PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP, OUTSIDER OWNERSHIP, DIVIDEND PAYOUT RATIO, DAN EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

ARDIAN WIDIARTO

NIM. F.0305033

The research aim to test the influence of insider ownership, outsider ownership, dividend payout ratio, and earnings volatility to companies debt policy that listed in Indonesia Stock Exchange. This research use sample of all business company listed in Indonesia Stock Exchange except banking and insurance sectors. At the end, this research uses 65 business companies consists of 41 manufacturing business and 24 non manufacturing business companies. Data analysis is done by using multiple regression with beforehand is do normality data test and classic assumption that consists of autocorrelations, multicollinearity and heteroskedascity.

*Data analysis result shows that insider ownership, dividend payout ratio, and earnings volatility influence to company in decide debt policy. Meanwhile, outsider ownership not influences towards debt policy companies. Also show that analysis result not found difference statistically between manufacturing business group and non manufacturing that do debt policy in the case of variable insider ownership (*INSID*), outsider ownership (*OUTS*), dividend payout ratio (*DPR*), and earnings volatility (*EV*).*

Keywords: debt policy, insider ownership, outsider ownership, dividend payout ratio, earnings volatility.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham melalui keputusan pendanaan (struktur modal perusahaan), keputusan investasi dan kebijakan dividen yang tercermin dalam harga saham perusahaan di pasar modal. Istilah struktur kepemilikan (*ownership structure*) digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang tetapi juga jumlah *equity* dan persentase kepemilikan saham oleh *insider shareholders* dan *outsider shareholders* (Jensen dan Meckling, 1976).

Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui kebijaksanaan pendanaan, investasi dan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Dalam mencapai tujuan tersebut seringkali muncul masalah diantara manajer sebagai agen dengan pemilik modal serta kreditur sebagai pemberi pinjaman yang kemudian dinamakan sebagai *agency problem*. Masalah keagenan (*agency problem*) yang terbagi dalam tiga kelompok yaitu antara pemilik dan manajer, manajer dan *debtholder*, serta antara manajer dan *shareholder* dengan *debtholder*. Wuryaningsih (2004) menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur modal berdasarkan pada

atribut yang menentukan berbagai biaya dan manfaat yang berhubungan dengan pembiayaan melalui utang dan ekuitas.

Wuryaningsih (2004), memperoleh bukti empiris bahwa terdapat hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan. Sementara itu, Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar (*institutional investors*) dan *shareholders dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency problem*.

Penelitian tentang struktur kepemilikan modal perusahaan telah banyak dilakukan. Sejumlah teori telah digunakan untuk menjelaskan variasi rasio utang dalam perusahaan. Teori-teori tersebut menyatakan bahwa perusahaan memilih struktur modalnya berdasarkan pada atribut-atribut yang menentukan berbagai biaya dan manfaat yang berhubungan dengan pembiayaan melalui utang dan ekuitas (Wuryaningsih, 2004). Selain itu, Kim dan Sorensen (1986) serta Mehran (1992) memperoleh bukti empiris bahwa terdapat hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan. Hasil yang berkebalikan diperoleh Hasbrouk (1988) serta Jensen (1992).

Meningkatkan kebijakan dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi *agency problem*, dengan demikian tidak tersedia cukup

banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Wahidahwati, 2002). Peningkatan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Di samping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002).

Dividen Payout Ratio merupakan rasio dividen terhadap laba bersih. Dividen sendiri merupakan pembagian kepada pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimiliki para pemegang saham. Ketika perusahaan menaikkan risiko pembagian dividen, kenaikan ini akan mengakibatkan harga saham naik. Namun jika dividen meningkat, maka akan berakibat dana yang tersedia untuk reinvestasi semakin sedikit, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa yang akan datang rendah. Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Earnings volatility merupakan ukuran dari ketidakpastian atau naik turunnya pendapatan suatu perusahaan. Semakin besar *earnings volatility* perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk berutang. *Earnings volatility* yang besar menunjukkan tingkat risiko bisnis yang rendah, sehingga memiliki utang yang rendah pula. *Earnings*

volatility yang kecil menunjukkan tingkat risiko bisnis yang besar, sehingga cenderung memiliki utang yang besar (Wahidahwati, 2002). Dharmastuti *et al.* (2002) melaporkan bahwa perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang lebih besar dan perusahaan yang mengalokasikan dana penelitian dan pengembangan yang besar menggunakan utang yang kecil. Volatilitas pendapatan yang lebih besar akan mengarahkan pada utang yang lebih rendah dan juga berkaitan dengan pembayaran dividen yang lebih besar.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian yang dilakukan oleh Wuryaningsih (2004) dengan perbedaan seperti berikut :

1. Periode penelitian

Wuryaningsih (2004) menggunakan periode penelitian tahun 1999 - 2002, sementara itu penelitian ini menggunakan periode penelitian satu tahun yaitu tahun 2007. Hal ini untuk menghindari adanya efek perubahan tahun dan tahun 2007 digunakan karena pada tahun tersebut kondisi perekonomian dalam kondisi yang stabil ditunjukkan dengan stabilnya tingkat kurs rupiah terhadap dolar.

2. Kelompok perusahaan

Wuryaningsih (2004) dalam penelitiannya hanya menggunakan kelompok perusahaan manufaktur saja, sementara itu penelitian ini menggunakan sampel baik perusahaan manufaktur maupun perusahaan non manufaktur.

3. Variabel penelitian

Wuryaningsih (2004) menggunakan variabel independen berupa struktur kepemilikan yang terbagi dalam ke dalam struktur kepemilikan modal pihak internal (*insider ownership*), struktur kepemilikan modal pihak eksternal (*institutional investor*) dan struktur kepemilikan modal *dispersion* (*shareholders dispersions*) atau menyebar serta satu variabel dependen yaitu kebijakan utang. Penelitian ini menggunakan struktur kepemilikan berupa *insider ownership* dan *outsider ownership*. Selain itu penelitian ini menambahkan dua variabel independen yaitu dividen tunai dan *earnings volatility*. Ketika perusahaan menaikkan risiko pembagian dividen, kenaikan ini akan mengakibatkan harga saham naik. Namun jika dividen meningkat, maka berakibat dana yang tersedia untuk reinvestasi semakin sedikit, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Wahidahwati, 2002). *Earnings volatility* merupakan ukuran dari ketidakpastian atau naik turunnya pendapatan suatu perusahaan. Semakin besar *earnings volatility* perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk berutang. *Earnings volatility* yang besar menunjukkan tingkat risiko bisnis yang rendah, sehingga memiliki utang yang rendah pula. *Earnings volatility* yang kecil menunjukkan tingkat risiko bisnis yang

besar, sehingga cenderung memiliki utang yang besar (Wahidahwati, 2002).

Atas dasar paparan di atas, maka penelitian ini mengambil fokus pengaruh struktur kepemilikan, dividen, *earnings volatility* terhadap kebijakan utang perusahaan manufaktur dan non manufaktur kecuali sektor perbankan dan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007, dengan judul penelitian **“PENGARUH *INSIDER OWNERSHIP*, *OUTSIDER OWNERSHIP*, *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, DAN *EARNINGS VOLATILITY* TERHADAP KEBIJAKAN UTANG PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA”**.

B. RUMUSAN MASALAH

Permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan seperti berikut ini.

1. Apakah *insider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007?
2. Apakah *outsider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007?
3. Apakah *dividend payout ratio* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007?

4. Apakah *earnings volatility* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007?
5. Apakah terdapat perbedaan pengaruh yang signifikan dalam *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* antara kelompok perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007?

C. TUJUAN PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan yang dapat diuraikan seperti berikut ini.

1. Memperoleh bukti empiris tentang pengaruh *insider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007.
2. Memperoleh bukti empiris tentang pengaruh *outsider ownership* terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007.
3. Memperoleh bukti empiris tentang pengaruh *dividend payout ratio* terhadap kebijakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007.
4. Memperoleh bukti empiris tentang pengaruh *earnings volatility* terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007.

5. Memperoleh bukti empiris tentang perbedaan pengaruh *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* antara kelompok perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2007.

D. MANFAAT PENELITIAN

Penelitian ini diharapkan dapat memperoleh hasil penelitian yang dapat digunakan oleh pihak-pihak seperti berikut ini.

1. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan manajemen perusahaan terkait pengambilan keputusan oleh perusahaan tentang utang perusahaan.

2. Bagi Investor dan Kreditur

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai tambahan informasi dalam pengambilan keputusan investasi atau keputusan kredit terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

3. Bagi Akademisi

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai referensi dan dasar awal untuk melakukan penelitian-penelitian berikutnya terutama penelitian terkait faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Landasan Teori

1. Struktur Kepemilikan Modal

Struktur modal merupakan perbandingan antara modal asing (*outsiders*) atau utang dengan modal sendiri (*insiders*). Proporsi utang dapat berpengaruh positif dan negatif terhadap fluktuasi harga saham atau nilai perusahaan. Namun titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan.

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting di dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan *equity* tetapi juga oleh persentase kepemilikan oleh *manager* dan *institutional* (Jensen dan Meckling, 1976). *Managerial ownership* dan *institutional investor* dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana apakah melalui utang atau *right issue*. Jika pendanaan diperoleh melalui utang berarti rasio utang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko.

Menurut Wuryaningsih (2004), pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan demikian, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh *institutional investors* akan menyebabkan usaha *monitoring* menjadi semakin efektif sehingga mengurangi tingkat utang secara efektif.

2. Teori Keagenan

Tujuan utama perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga semua klaim keuangan seperti utang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debt holders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). Teori keagenan menurut Wuryaningsih (2004) dinyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Semakin besar perusahaan akan semakin berpotensi timbulnya *agency problem*. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain, perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional dan manajer cenderung tidak menyukai risiko. Wuryaningsih

(2004) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Keduanya menyatakan bahwa kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut dengan *the separation of the decision-making and risk bearing functions of the firm*. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung pemegang saham. Oleh karena itu, manajemen cenderung melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Penyebab lain konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan. Ada dua alasan yang mendasari konflik manajer dengan pemegang saham menurut Wuryaningsih (2004) adalah yang pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat mereka *non diversifiable*. Kedua, manajer akan terancam reputasinya demikian juga kemampuan menghasilkan *earnings* perusahaan jika perusahaan menghadapi kebangkrutan.

Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri bukan berdasarkan keputusan memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Faisal, 2004). Pendapat lain didasarkan pada asumsi bahwa manajer yang bertanggung jawab terhadap keputusan-keputusan keuangan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi dalam *human capital* (Faisal, 2004).

Wuryaningsih (2004) memperoleh bukti empiris bahwa terdapat hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki oleh *insider* dengan *debt ratio* perusahaan. Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijaksanaan utang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar (*institutional investors*) dan *shareholder dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency problem*.

3. *Dividend Payout Ratio*

Dividen adalah pembagian kepada pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar yang dimiliki oleh para pemegang saham. Ketika perusahaan menaikkan risiko pembagian dividen, kenaikan ini akan mengakibatkan harga saham naik. Namun jika dividen meningkat, maka akan berakibat dana yang tersedia untuk reinvestasi

semakin sedikit, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa yang akan datang rendah. Dan hal ini akan menekan harga saham. Jadi, setiap perubahan dalam kebijakan pembagian akan mempunyai pengaruh yang saling bertentangan. Dengan demikian kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang (Wahidahwati, 2002).

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru (Wahidahwati, 2002).

Kebijakan perusahaan akan dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi *agency problem*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Wahidahwati, 2002). Peningkatan utang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen. Di samping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Wahidahwati, 2002).

Dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperoleh bagi investor selain keuntungan lainnya yang berupa capital gain. Oleh karena itu, dividen dapat disimpulkan sebagai bagian yang dibagikan oleh emiten kepada masing-masing pemegang saham. Nilai dan waktu pembayaran dividen ditentukan melalui rapat umum pemegang saham (RUPS) dan nilainya bisa berkisar antara nol hingga sebesar laba bersih tahun berjalan atau tahun lalu. Rasio dividen terhadap laba bersih dikenal dengan istilah *dividend payout ratio*.

Kepemilikan orang dalam dan utang memiliki pengaruh yang signifikan dan saling berhubungan. Tetapi variabel utang dan dividen secara individual tidak mempengaruhi variabel kepemilikan orang dalam. Bukti empiris lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam secara individual tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang.

4. *Earnings Volatility*

Menurut Dharmastuti *et al.* (2002), *earnings volatility* adalah fluktuasi dari pendapatan yang merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi dalam memutuskan struktur modal maupun besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Instabilitas laba, yang ditunjukkan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi, akan menyebabkan perusahaan memberikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Pembagian dividen yang tinggi akan membuat perusahaan tidak dapat menggunakan laba ditahan sebagai alternatif pendanaan, sehingga

alternatif berikutnya yang tersedia adalah menggunakan utang sebagai sumber dana. Menurut Rozeff (1982), semakin besar dividen yang dibagikan maka semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan (penambahan modal intenal). Hal tersebut menyebabkan perusahaan harus mencari dana eksternal untuk melakukan investasi baru.

Earnings volatility merupakan ukuran dari ketidakpastian atau naik turunnya pendapatan suatu perusahaan. Semakin besar *earnings volatility* perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk berutang. *Earnings volatility* yang besar menunjukkan tingkat risiko bisnis yang rendah, sehingga memiliki utang yang rendah pula. *Earnings volatility* yang kecil menunjukkan tingkat risiko bisnis yang besar, sehingga cenderung memiliki utang yang besar (Wahidahwati, 2002). Berdasarkan Wahidahwati (2002) ditemukan bahwa *earnings volatility* memiliki hubungan negatif dengan rasio utang.

Dharmastuti *et al.* (2003) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki volatilitas pendapatan yang lebih besar dan perusahaan yang mengalokasikan dana penelitian dan pengembangan yang besar menggunakan utang yang kecil. Volatilitas pendapatan yang lebih besar akan mengarahkan pada utang yang lebih rendah dan juga berkaitan dengan pembayaran dividen yang lebih besar. Sementara dalam laporan yang sama dikemukakan bahwa perusahaan yang berukuran besar cenderung menggunakan utang yang lebih besar dan juga membayarkan dividen dalam jumlah yang lebih besar juga.

Masalah diversifikasi ini akan semakin besar bila volatilitas saham semakin tinggi, sehingga dikatakan bahwa volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap *insider ownership*. (Wahidahwati, 2002).

5. Kebijakan Utang

Utang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban disaat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain di masa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu.

Kebijakan utang perusahaan yang merupakan hasil pembagian antara kewajiban jangka panjang dengan jumlah total antara kewajiban jangka panjang dan modal sendiri. Pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen, *et al.*, 1992). Komponen utang antara lain:

a. Utang jangka panjang

Semua utang yang jatuh tempo pembayarannya melampaui batas waktu satu tahun sejak tanggal neraca atau pembayarannya tidak akan dilakukan dalam periode siklus operasi perusahaan, tetapi lebih panjang dari batas waktu tersebut.

b. Utang lancar

Semua utang yang akan diselesaikan pembayarannya dengan menggunakan aktiva lancar atau dengan menciptakan utang (lancar) yang baru. Yang termasuk utang lancar adalah: utang yang timbul dari pembelian barang ataupun jasa, serta penerimaan uang di muka atas barang yang dirangkai atau jasa yang akan diserahkan.

Penggunaan utang dapat untuk mengurangi *agency conflict* dan asimetri informasi perusahaan dengan melakukan kebijakan utang berarti memberikan *signal* kepada investor akan kemampuan kondisi keuangan perusahaan di masa depan.

B. Review Penelitian Terdahulu

Wahidahwati (2002) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak dalam mana satu atau lebih *principal* (pemilik) menggunakan orang lain atau agen (manajer) untuk menjalankan aktivitas perusahaan. Masalah keagenan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya sendiri, dan bukan memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Wuryaningsih (2004) memperoleh hasil penelitian bahwa terdapat hubungan positif antara persentase saham yang dimiliki *insider* dengan rasio utang, terdapat hubungan positif antara *individual investor* dengan rasio utang serta *institutional holdings* memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan rasio utang. Ada dua alasan penyebab munculnya konflik antara

manager dengan *shareholder*. Pertama, bagian substantif dari kekayaan mereka adalah di dalam *specific human capital* perusahaan, yang membuat posisi mereka menjadi *non diversifiable*. Ke dua, manajer akan terancam reputasinya dan juga kemampuan *earnings* perusahaan.

Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh *uniqueness, industry classification, size* dan *profitability*. Jensen (1992) menyatakan *persentase* saham yang dimiliki *insiders* berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Kepemilikan saham dalam perusahaan oleh *insiders* akan menggantikan peranan utang dalam mengurangi masalah keagenan. Peningkatan kepemilikan ini akan menurunkan penggunaan utang.

Penggunaan utang dan *managerial ownership* mempunyai hubungan negatif terhadap *institutional investor*. Dengan hasil tersebut dinyatakan bahwa kehadiran *institutional investors* dalam perusahaan efektif dalam melakukan monitoring terhadap perilaku para manajer dalam perusahaan, disamping itu meningkatnya kepemilikan oleh *institutional investors* akan mengurangi *agency problem*, sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Wuryaningsih, 2004). Dengan

demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan utang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Ke dua, dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya (Wahidahwati, 2002). Ke tiga, meningkatkan pendanaan dengan utang, pendanaan dari luar akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu utang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen (Jensen *et al.*,1992).

Wuryaningsih (2004) menyatakan bahwa ada aspek lain di dalam struktur kepemilikan modal yang juga berpengaruh terhadap kebijaksanaan utang perusahaan yang harus dipertimbangkan dalam rangka mengurangi *agency cost* yaitu bentuk distribusi saham antara pemegang saham dari luar (*institutional investors*) dan *shareholders dispersion*. Komposisi kepemilikan saham merupakan faktor penentu struktur modal dalam mengurangi *agency problem*. Dalam penelitiannya menggunakan 12 faktor untuk menjelaskan rasio utang perusahaan. Faktor-faktor tersebut adalah struktur kepemilikan (*ownership structure*) yang meliputi *percent insider ownership*, *shareholder dispersion* dan *percent institutional investor*, *dividend payment*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *firm profitability*, *taxe rate*, *non debt tax shield* dan *uniqueness*.

Hasil studi Wahidahwati (2002) yaitu tingkat utang dalam struktur modal mempunyai hubungan negatif dengan *insiders ownership*. Ini menunjukkan utang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajer dalam perusahaan. Konsisten dengan teori yang dikemukakan Wuryaningsih (2004), bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Artinya dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insiders* akan menyebabkan *insiders* akan semakin berhati-hati dalam menggunakan utang dan menghindari perilaku oportunistik, karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, sehingga perusahaan utangnya rendah.

Pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Adanya konsentrasi kepemilikan, menyebabkan para pemegang saham besar seperti *institutional investors* akan dapat melakukan proses *monitoring* tim manajer secara lebih efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *take over*. Meningkatnya *institutional investors* juga dapat mengimbangi kebutuhan terhadap utang. Dengan demikian, kehadiran *institutional investors* di dalam perusahaan akan berhubungan negatif dengan rasio utang perusahaan. Konsisten dengan studi Wahidahwati (2002) bahwa *institutional shareholder* mempunyai hubungan yang signifikan dan negatif terhadap *debt ratio*.

Menurut teori Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar maka konsentrasi kepemilikan akan terpecah dalam *persentase* kecil. Hasil studi Wahidahwati (2002)

menyatakan bahwa jumlah *shareholders dispersion* mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hal ini mendukung pernyataan Easterbrouk (1984) bahwa pemegang saham yang menyebar (*diffused shareholder*) mempunyai sedikit pengaruh terhadap posisi manajer yang konservatif dalam penggunaan utang. Menurut Dharmastuti *et al.*, (2003), *earnings volatility* adalah fluktuasi dari pendapatan yang merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi dalam memutuskan struktur modal maupun besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Instabilitas laba, yang ditunjukkan dengan volatilitas pendapatan yang tinggi, akan menyebabkan perusahaan memberikan dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Pembagian dividen yang tinggi akan membuat perusahaan tidak dapat menggunakan laba ditahan sebagai alternatif pendanaan, sehingga alternatif berikutnya yang tersedia adalah menggunakan utang sebagai sumber dana. *Earnings volatility* yang kecil menunjukkan tingkat risiko bisnis yang besar, sehingga cenderung memiliki utang yang besar (Wahidahwati, 2002). Berdasarkan Wahidahwati (2002) ditemukan bahwa *earnings volatility* memiliki hubungan negatif dengan rasio. Baridwan (2002) mendefinisikan dividen sebagai bagian dari laba yang dibagikan kepada pemegang saham yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah.

Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru (Wahidahwati, 2002). *Stock volatility* atau fluktuasi merupakan ukuran ketidakpastian atau naik turunnya harga saham yang dihadapi oleh investor di bursa saham. Semakin besar *stock volatility*, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk berutang. Hal ini karena *stock volatility* yang besar menunjukkan kesempatan investasi yang besar, sehingga perusahaan tidak mengalami kesulitan keuangan (Wahidahwati, 2002).

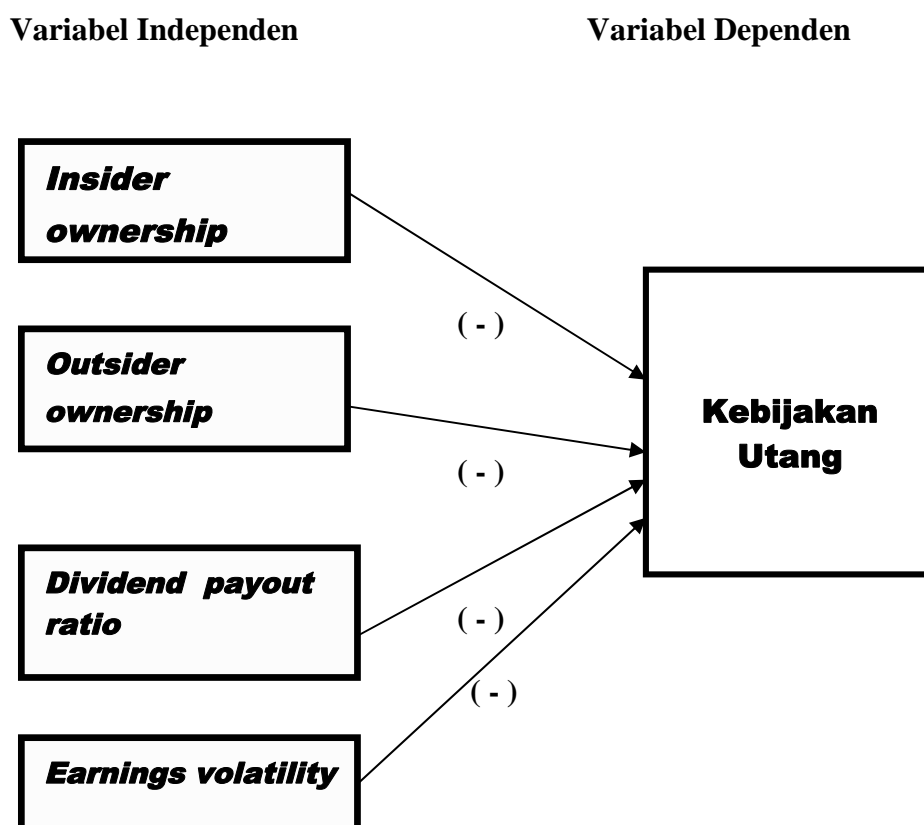
Manajer enggan ikut melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan karena akan mengurangi kesempatan melakukan diversifikasi kekayaan secara optimal yang berarti juga akan mengurangi kesempatan untuk dapat memperoleh keuntungan dengan jumlah yang lebih besar. Masalah diversifikasi ini akan semakin besar bila volatilitas saham semakin tinggi, sehingga dikatakan bahwa volatilitas saham semakin tinggi, sehingga dikatakan bahwa volatilitas saham memiliki koefisien negatif terhadap *insider ownership*.

C. Kerangka Teoritis

Kerangka pikir dalam penelitian ini dapat dengan bagan seperti berikut :

Gambar II.1

Kerangka Pikir



D. Hipotesis

Menurut Wuryaningsih (2004) pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan demikian, semakin besar *persentase* saham yang dimiliki oleh *institutional investors* akan menyebabkan usaha monitoring menjadi semakin efektif sehingga mengurangi tingkat utang secara efektif. Bathala (1994) melakukan penelitian dengan bukti empiris yang diperoleh bahwa kepemilikan modal

institutional atau eksternal berpengaruh atau mempunyai hubungan negatif terhadap kebijakan utang perusahaan bukti yang sama diperoleh Wahidahwati (2002) bukti empiris tersebut mendasari perumusan hipotesis dalam penelitian ini yaitu:

$Ha_1 = Insider\ ownership$ mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

$Ha_2 = Outsider\ ownership$ mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Wahidahwati (2002) memperoleh bukti empiris bahwa dividen merupakan bagian dalam proses *monitoring* perusahaan dan bahwa perusahaan cenderung membayar dividen yang tinggi ketika proporsi *managerial ownership* rendah. Pembayaran dividen akan mengurangi sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, dividen merupakan biaya modal ekuitas sehingga jika struktur kepemilikan modal internal rendah maka *debt ratio* rendah. Wahidahwati (2002), menyatakan bahwa *dividend payment* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif terhadap kebijakan utang perusahaan. Atas dasar bukti tersebut maka hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan seperti berikut ini:

Ha₃ = *Dividend payout ratio* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar Bursa efek Indonesia (BEI).

Earnings volatility merupakan ukuran dari ketidakpastian atau naik turunnya pendapatan suatu perusahaan. Semakin besar *earnings volatility* perusahaan, maka semakin rendah kecenderungan perusahaan untuk berutang. *Earnings volatility* yang besar menunjukkan tingkat risiko bisnis yang rendah, sehingga memiliki utang yang rendah pula. *Earnings volatility* yang kecil menunjukkan tingkat risiko bisnis yang besar, sehingga cenderung memiliki utang yang besar (Wahidahwati, 2002). Atas dasar penelitian tersebut maka hipotesis penelitian ini dapat dirumuskan seperti berikut ini:

Ha₄ = *Earnings volatility* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Perusahaan yang mempunyai jumlah laba ditahan dan ketersediaan kas yang cukup dengan tujuan peningkatan nilai bagi perusahaan. Berdasarkan hasil review penulis atas laporan keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2007, jumlah perusahaan manufaktur yang membagi dividen lebih banyak dibanding jumlah perusahaan non manufaktur yang membagi

dividen tunai. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan manufaktur mempunyai rasio keuangan dan kas yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan non manufaktur.

Atas dasar tersebut maka hipotesis ke lima dalam penelitian ini dapat dinyatakan sebagai berikut.

H_{a5} = Terdapat pengaruh yang signifikan *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* antara kelompok perusahaan manufaktur dan kelompok perusahaan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

BAB III

METODA PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan studi empiris dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* terhadap kebijakan utang perusahaan pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdiri dari perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Penelitian ini menggunakan data *cross section*, karena penelitian ini memfokuskan peristiwa yang terjadi di perusahaan manufaktur dan non manufaktur pada tahun 2007.

B. Populasi dan Sampel Penelitian

1. Populasi

Populasi merupakan kelompok orang, kejadian atau peristiwa yang menjadi perhatian para peneliti untuk diteliti (Sekaran, 2000). Populasi yang digunakan sebagai sampel *frame* penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdiri dari perusahaan manufaktur dan non manufaktur. Untuk perusahaan manufaktur dikecualikan dari kelompok perbankan dan asuransi. Populasi dalam penelitian ini perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

(BEI) untuk menghindari pengaruh perbedaan periode penelitian yang digunakan. Selain itu tahun 2007 digunakan karena pada tahun tersebut kondisi perekonomian dalam kondisi yang stabil ditunjukkan dengan stabilnya tingkat kurs rupiah terhadap dolar yang berkisar Rp 9.000,00 – Rp 10.000,00 per dolar.

2. Sampel Penelitian

Sampel adalah bagian atau anggota dari populasi (Sekaran, 2000). Sampel merupakan beberapa anggota yang diambil dari populasi. Penentuan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Metode pengambilan anggota sampel ini menggunakan dasar beberapa kriteria sebagai berikut ini.

- a. Perusahaan publik per tanggal 1 Januari 2007 karena laporan keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah laporan keuangan yang dipublikasikan tanggal 31 Desember 2007.
- b. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan tahun 2007 dengan mencantumkan data dan informasi yang dibutuhkan dalam penelitian, terutama perusahaan yang melakukan kebijakan dividen tunai pada tahun 2007.

C. Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu informasi yang diperoleh dari pihak lain (Sekaran, 2000). Alasan menggunakan data

sekunder dengan pertimbangan bahwa data ini mudah untuk diperoleh dan memiliki waktu yang lebih luas. Adapun data berikut terdiri dari data berikut ini.

1. Data perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) per 31 Desember 2007.
2. Laporan keuangan tahunan perusahaan tahun 2007.
3. Data pengumuman dividen tunai dan nominal dividen tunai yang dibagikan oleh perusahaan pada tahun 2007.

D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Penelitian ini terdapat empat variabel yang akan diuji secara sistematis, yaitu seperti berikut ini.

1. Variabel Independen (variabel bebas)

- a. *Insider Ownership (INSID)*

Variabel ini mewakili prosentase saham yang dimiliki oleh manajer, dalam penelitian ini dibatasi pada kepemilikan saham oleh direktur dan komisari. Karena ketersediaan data kepemilikan yang ada dalam ICMD yang hanya mengungkapkan kepemilikan oleh direktur dan dewan komisaris saja. Jumlah *Insider Ownership* sebagian besar kurang dari 1%, sehingga variasi jumlah kepemilikan manajerial tidak banyak, sehingga variabel ini menggunakan

dummy, yaitu 0 jika tidak terdapat kepemilikan manajerial, dan 1 jika terdapat kepemilikan manajerial.

b. *Outsider Ownership (OUTS)*

Variabel ini mewakili persentase saham yang dimiliki oleh pihak luar perusahaan baik institusional maupun asing. Variabel ini diukur dengan tingkat persentase saham yang dimiliki oleh pihak di luar perusahaan pada akhir tahun.

c. *Dividend Payout Ratio (DPR)*

Dividen adalah besarnya laba bersih sesudah pajak yang dibagikan kepada investor. Dividen diukur berdasarkan persentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih sesudah pajak, yang disebut juga dengan rasio pembayaran dividen (DPR). Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih sesudah pajak (EAT) adalah rasio pembayaran dividen (DPR), yaitu rasio yang menunjukkan perbandingan antara dividen per lembar saham (DPS) dengan laba per lembar saham (LPS). $DPR = \text{Dividen per lembar saham} / \text{LPS}$

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Yearly Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

d. *Earnings Volatility* (EV)

Volatilitas pendapatan merupakan tingkat volatilitas dari keuntungan. Volatilitas pendapatan variabel ini merupakan perubahan *operating income* dari tahun-ketahun.

Earnings Volatility=

$$\frac{\text{Operating Income tahun X} - \text{Operating Income tahun (X-1)}}{\text{Operating Income tahun (X-1)}}$$

2. Variabel Dependen

Kebijakan utang diproksikan dengan nilai *debt to equity ratio* yang merupakan hasil pembagian antara total kewajiban dengan jumlah total modal sendiri. *Debt to Equity Ratio variable* diberi simbol DER. DER Merupakan hasil bagi antara total *liabilities* tahunan dengan jumlah *shareholders equity* tahunan.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Shareholders Equity}}$$

E. Metode Analisis Data

1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2005). Untuk menguji normalitas, peneliti akan menggunakan

uji Kolmogorov Smirnov. Jika nilai ρ value > 0.05 maka data tersebut berdistribusi normal, jika ρ value < 0.05 maka data tidak berdistribusi normal. Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan asumsi *central limit theorem* yang menyatakan bahwa untuk sampel besar ($n > 30$) akan mendekati suatu distribusi normal (Gujarati, 2003).

2. Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik yang dilakukan peneliti adalah sebagai berikut:

a. Pengujian Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen) (Ghozali, 2005). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara independen. Jika variabel independen saling korelasi, maka variabel-variabel ini tidak orthogonal. Variabel orthogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel sama dengan nol. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinieritas di dalam model, peneliti akan melihat *Tolerance* dan *Variance Inflation Factors* (VIF) dengan alat bantu program *Statistical Product and Service Solution* (SPSS).

Tolerance mengukur variabilitas variabel independen yang terpilih yang tidak dijelaskan variabel independen lainnya. Jadi nilai *Tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF = 1/Tolerance$). Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk

menunjukkan adanya multikolinieritas adalah nilai *Tolerance* < 0.10 atau sama dengan nilai VIF > 10 . Bila ternyata dalam model terdapat multikolinieritas, peneliti akan mengatasi hal tersebut dengan transformasi variabel. Transformasi variabel merupakan salah satu cara mengurangi hubungan linier di antara variabel independen. Transformasi dapat dilakukan dalam bentuk logaritma natural dan bentuk *first difference* atau delta (Ghozali, 2005).

b. Pengujian Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu (*time series*) karena “gangguan” pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya. Pada data *cross section* (silang waktu), masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena gangguan pada observasi yang berbeda berasal dari individu atau kelompok yang berbeda. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali, 2005). Untuk menguji ada tidaknya masalah autokorelasi, peneliti akan menggunakan uji *Durbin-Watson* dengan alat bantu SPSS. Menurut Ghozali (2005), jika $d_u < d < 4-d_u$ maka tidak terjadi autokorelasi baik

positif atau negatif. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi:

Tabel III.1

Kriteria Pengujian Autokorelasi

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_l$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$d_l < d < d_u$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - d_l < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	No decision	$4 - d_u < d < 4 - d_l$
Tidak ada autokorelasi, positif atau negatif	Tidak ditolak	$d_u < d < 4 - d_u$

c. Pengujian Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Kebanyakan data *cross section* mengandung situasi heterokedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, atau besar) (Ghozali, 2005). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heterokedastisitas dalam model, peneliti akan menggunakan uji Glejser dengan bantuan

program SPSS. Apabila koefisien parameter beta > 0.05 maka tidak ada masalah heteroskedastisitas (Ghozali, 2005). Jika ternyata dalam model terdapat heteroskedastisitas, maka cara memperbaiki dapat dilakukan dengan cara:

- 1) Melakukan transformasi dalam bentuk model regresi dengan membagi model regresi dengan salah satu variabel independen yang digunakan dalam model tersebut.
- 2) Melakukan transformasi logaritma.

3. Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan kerangka pemikiran dan pengajuan hipotesis di atas maka hipotesis akan diuji dengan persamaan regresi seperti berikut ini.

$$DER = \beta_0 + \beta_1 \text{INSID} + \beta_2 \text{OUTS} + \beta_3 \text{DPR} + \beta_4 \text{EV} + \varepsilon_1$$

Keterangan:

DER = *Debt to equity ratio*

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Konstanta

INSID = *Insider Ownership*

OUTS = *Outsider Ownership*

DPR = *Dividend payout ratio*

EV = *Earnings Volatility*

ε_i = *Error term*

a. Pengujian Ketepatan Perkiraan (R^2)

Pengujian ini untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Tingkat ketepatan regresi dinyatakan dalam koefisien determinasi majemuk (R^2) yang nilainya antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen. Jika dalam suatu model terdapat lebih dari dua variabel independen, maka lebih baik menggunakan nilai *adjusted* R^2 .

b. Pengujian Signifikansi Parameter Individual (Signifikansi t)

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara individual mempengaruhi variabel terikat dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Langkah-langkah untuk melakukan pengujian adalah:

- 1) Menentukan Hipotesis

$$H_0 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 > 0$$

$$H_a : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 < 0$$

- 2) Menentukan tingkat signifikansi 0,05.

Kriteria pengujiannya adalah:

- 1) H_0 diterima dan H_a ditolak yaitu apabila $p \text{ value} < 0.05$ atau bila nilai signifikansi lebih dari nilai $alpha$ 0,05 berarti variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
- 2) H_0 ditolak dan H_a diterima yaitu apabila $p \text{ value} > 0.05$ atau bila nilai signifikansi kurang dari nilai $alpha$ 0,05 berarti variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen.

c. Pengujian Beda Rata-Rata Rasio

Uji beda *t-test* digunakan untuk menentukan apakah dua sample yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda. Dalam pengujian *t-test*, hasil ditentukan berdasarkan nilai *levene's test for equality of variance* yang dapat dilihat pada nilai F atau nilai signifikansinya. Nilai ini digunakan untuk menguji apakah *variance* populasi kedua sampel sama (*equal variance assumed*) ataukah berbeda (*equal variances not assumed*). Jika nilai probabilitas *levene's test for equality of variance* lebih besar dari level signifikansi penelitian 5%, maka analisis uji beda harus menggunakan *equal variance assumed*, tetapi jika nilai probabilitas

kurang dari tingkat level signifikansi penelitian 5 %, maka analisis uji beda harus menggunakan *equal variances not assumed*.

Setelah analisis *levene's test for equality of variance* dilakukan, maka analisis uji beda *t-test* selanjutnya adalah analisis nilai *t-test* untuk menentukan apakah terdapat perbedaan nilai rata-rata di antara kedua sampel yang tidak berhubungan. Analisis didasarkan pada nilai probabilitas dalam uji beda *t-test*, jika nilai probabilitas lebih kecil dari *level* signifikansi dalam penelitian sebesar 5%, maka hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian yang berarti terdapat perbedaan di antara dua kelompok sampel penelitian. Jika sebaliknya, nilai probabilitas lebih besar dari *level* signifikansi penelitian 5%, maka tidak terdapat perbedaan di antara dua kelompok sampel penelitian.

Pengujian ini dilakukan dengan langkah-langkah:

- 1) Memisahkan perusahaan ke dalam kelompok manufaktur dan kelompok non manufaktur.
- 2) Menentukan hipotesis yang dapat dirumuskan:

$$H_0 : \pi_M = \pi_{NM}$$

$$H_a : \pi_M \neq \pi_{NM}$$

- 3) Menentukan tingkat signifikansi α sebesar 0,05

4) Menentukan kriteria penerimaan hipotesis

Jika $\rho < \alpha$, maka H_0 ditolak

Jika $\rho > \alpha$, maka H_0 diterima

5) Penarikan kesimpulan hipotesis

Pengujian ini diselesaikan dengan menggunakan program SPSS versi 16.00 dan kesimpulannya ditentukan dari nilai ρ (Probability value). Apabila nilai $\rho < \alpha$ maka variabel penelitian secara statistik berbeda antara kelompok perusahaan manufaktur dan kelompok perusahaan non manufaktur.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Hasil Pengumpulan Data

Penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris pengaruh *insider ownership* (INSID), *outsider ownership* (OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), *earnings volatility* (EV) terhadap kebijakan utang perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) dan laporan keuangan perusahaan yang dapat diakses melalui www.idx.co.id. Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan sebelumnya, diperoleh sampel penelitian dengan rincian:

Tabel IV.1

Hasil Pengambilan Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
1. Perusahaan yang terdaftar di BEI per 1 Januari 2007	393
2. Perusahaan yang terdaftar di BEI termasuk kelompok industry perbankan dan asuransi.	(120)
3. Perusahaan non perbankan dan asuransi yang terdaftar di BEI dan tidak membagi dividend tunai	(192)
4. Perusahaan perusahaan yang terdaftar di BEI yang tidak mencantumkan seluruh informasi yang dibutuhkan dalam penelitian	(16)
Jumlah Sampel penelitian.	65

Sumber : *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD)

Terdapat 393 perusahaan yang terdaftar di BEI per 1 Januari 2007. Akan tetapi terdapat 120 perusahaan perbankan dan asuransi dan 192 perusahaan yang tidak membagikan dividend tunai serta 16 perusahaan yang tidak mencantumkan seluruh informasi yang dibutuhkan dalam penelitian dimana ketiga kelompok perusahaan tersebut harus dikeluarkan dari sampel penelitian. Sehingga didapat 65 perusahaan yang memenuhi kriteria dan dapat dijadikan sebagai sampel dalam penelitian.

Perusahaan yang dijadikan sampel sebanyak 65 perusahaan dengan masa observasi satu tahun (2007). Adapun daftar perusahaan yang dijadikan sampel dapat dilihat pada lampiran. Langkah selanjutnya adalah pengumpulan data dari perusahaan yang dijadikan sampel selama tahun 2007. Data digunakan untuk menganalisis pengaruh *insider ownership* (INSID), *outsider ownership* (OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), *earnings volatility* (EV) terhadap kebijakan utang perusahaan. Analisis dilakukan dengan bantuan SPSS 16.0.

B. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk melihat distribusi data yang digunakan sebagai sampel. Berikut merupakan statistik deskriptif untuk masing-masing variabel:

Table IV.2
Hasil Statistik Deskriptif

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
INSID	65	0,00	1,00	0,3692	0,48635
OUTS	65	74,42	100,00	98,6131	4,55853
DPR	65	0,00	79,11	18,8278	21,01764
EV	65	-20,71	30,94	1,1345	5,98139
DER	65	0,00	2,91	0,7760	0,69584
Valid N (listwise)	65				

Sumber : Hasil Pengolahan Data

INSID : *Insider Ownership*

OUTS : *Outsider Ownership*

DPR : *Dividend Payout Ratio*

EV : *Earnings Volatility*

DER : *Debt to Equity Ratio*

Tabel di atas menunjukkan untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI memiliki rata-rata nilai INSID sebesar 0,3692, nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 1,00. Rata-rata nilai OUTS sebesar 98,6131, nilai minimum sebesar 74,42 dan nilai maksimum sebesar 100,00. Rata-rata nilai DPR sebesar 18,8278, nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 79,11. Rata-rata nilai EV sebesar 1,1345, nilai minimum sebesar -20,71 dan nilai maksimum sebesar 30,94. Rata-rata nilai DER sebesar 0,7760, nilai minimum sebesar 0,00 dan nilai maksimum sebesar 2,91.

Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linear untuk menguji pengaruh *insider ownership* (INSID), *outsider ownership*

(OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), *earnings volatility* (EV) terhadap kebijakan utang perusahaan. Namun sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik.

C. Pengujian Asumsi Klasik

Model regresi dalam penelitian dapat digunakan untuk estimasi dengan signifikan dan representative jika model regresi tersebut tidak menyimpang dari asumsi dasar klasik regresi berupa: normalitas, autokorelasi, heterokedastisitas dan multikolinearitas.

1. Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* terhadap residual regresi yang dilakukan dengan program SPSS 16.0. hasil pengujian dapat dilihat pada lampiran. Secara ringkas hasil ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel IV.3

Hasil Uji Normalitas Data

Variabel	<i>p-value</i>	Keterangan
INSID	0,000	Tidak terdistribusi Normal
OUTS	0,000	Tidak terdistribusi Normal
DPR	0,023	Tidak terdistribusi Normal
EV	0,000	Tidak terdistribusi Normal
DER	0,027	Tidak terdistribusi Normal

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Tabel di atas menunjukkan bahwa semua variabel penelitian terdistribusi tidak normal. Oleh karena semua variabel tidak berdistribusi normal, maka uji normalitas menggunakan nilai *residual* yang hasilnya ditunjukkan dalam tabel berikut ini.

TABEL IV.4
Hasil Uji Normalitas Data

<i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>		
		<i>Unstandardized Residual</i>
<i>N</i>		65
<i>Normal Parameters^a</i>	<i>Mean</i>	.0000000
	<i>Std. Deviation</i>	.97980649
<i>Most Extreme Differences</i>	<i>Absolute</i>	.135
	<i>Positive</i>	.135
	<i>Negative</i>	-.097
<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		1.090
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>		.185

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil pengujian *Kolmogorov-Smirnov* dengan *residual* dapat diketahui *p-value* lebih besar dari 5% ($p > \alpha$), maka dapat dinyatakan bahwa seluruh data memiliki sebaran data normal. Sehingga dapat disimpulkan bahwa syarat model regresi dapat terpenuhi.

2. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas digunakan untuk mengetahui korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik adalah model yang tidak terdapat korelasi antara variabel independen atau korelasinya rendah. Keberadaan multikolinearitas diketahui dengan *Varians Inflating Factor* (VIF) dan *Tolerance*. Hasil uji multikolinearitas tersaji pada tabel berikut ini.

Tabel IV.5

Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
INSID	0,826	1,210	Tidak terdapat multikolinearitas
OUTS	0,821	1,218	Tidak terdapat multikolinearitas
DPR	0,955	1,047	Tidak terdapat multikolinearitas
EV	0,965	1,036	Tidak terdapat multikolinearitas

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Hasil pengujian multikolinearitas menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih dari 0,1 (10%), tidak ada korelasi antar variabel bebas yang nilainya lebih dari 90%. Hasil penghitungan juga menunjukkan bahwa semua variabel bebas memiliki VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas dalam model regresi yang digunakan.

3. Uji Autokorelasi

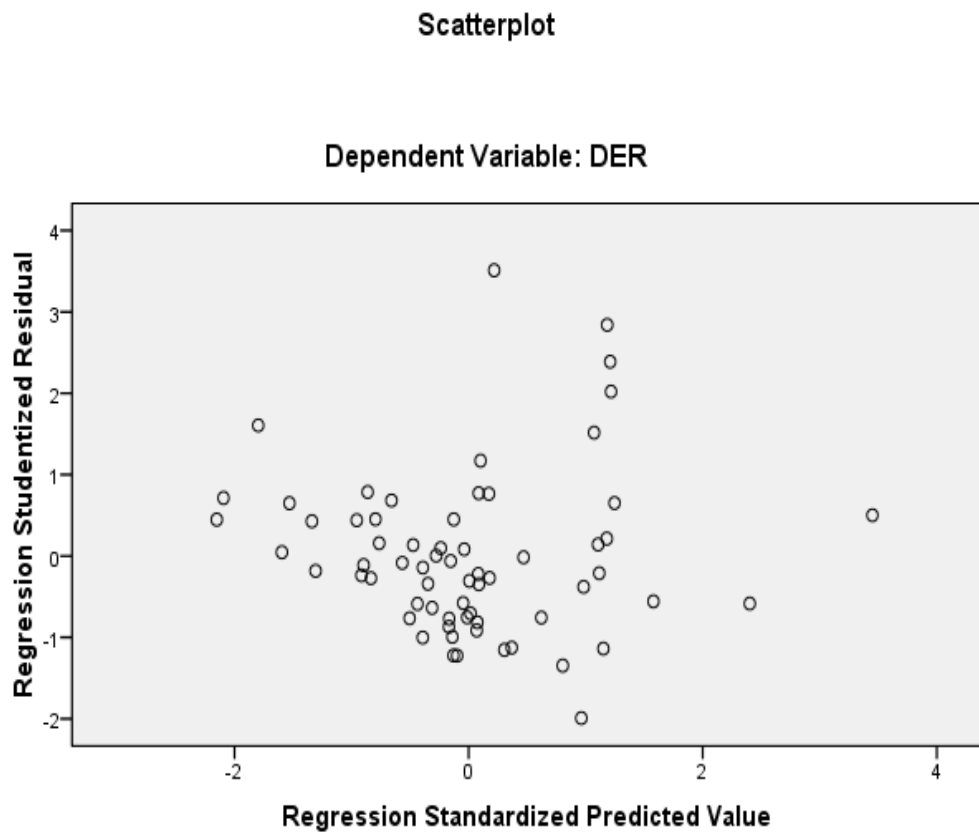
Uji autokorelasi dalam penelitian menggunakan uji *Durbin-Watson*. Hasil pengujian autokorelasi ditunjukkan bahwa nilai DW hitung sebesar 1,793. Nilai DW ini berada dalam kriteria pengambilan uji autokorelasi. Kriteria autokorelasi adalah $DU < DW < 4 - DU$. Dengan hasil pengujian DW, maka dapat ditentukan kriteria pengujian $1,731 < 1,793 < 4 - 1,731$ atau $1,731 < 1,793 < 2.269$. hasil tersebut mengindikasikan bahwa tidak terjadi gejala autokorelasi dalam model regresi yang digunakan dalam penelitian ini.

4. Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Kebanyakan data *crosssection* seperti yang digunakan dalam penelitian ini mengandung situasi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas dalam penelitian ini dengan melihat grafik *plot* antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Berikut disajikan gambar grafik plot heteroskedastisitas.

Gambar IV.1

Scaterplot heteroskedastisitas



Grafik *scatterplots* di atas terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y dan titik tidak membentuk pola tertentu. Hasil uji tersebut mengindikasikan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi yang digunakan dalam penelitian.

D. Uji Hipotesis

1. Analisis Regresi Ganda

Pengujian hipotesis pertama dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi ganda untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Penghitungannya dilakukan dengan bantuan program SPSS 16.0 dengan hasil sebagai berikut ini.

Tabel IV.6
Hasil Analisis Regresi Ganda

	Koefisien	t_{hitung}	<i>Sign</i>
Konstanta	1,410		
INSID	0,407	2,418	0,019*
OUTS	-0,006	-0,343	0,733
DPR	-0,011	-3,074	0,003*
EV	0,030	2,378	0,021*
R^2	0,315		
<i>Adjusted R²</i>	0,269		
F_{hitung}	6,893		0,000

Sumber : Hasil Pangolahan Data

**signifikan pada tingkat keyakinan (α) 5%*

Hasil analisis regresi di atas dapat digunakan dalam menyusun persamaan sebagai berikut ini.

$$\text{DER} = 1,410 + 0,0407 (\text{INSID}) - 0,006 (\text{OUTS}) - 0,011 (\text{DPR}) + 0,030 (\text{EV}) + 0,59486$$

Nilai koefisien *insider ownership* (INSID) adalah 0,407 dengan tanda koefisien positif. Nilai *p-value* untuk variabel ini adalah sebesar 0,019 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan dalam penelitian 5%. Atas hasil ini dapat dinyatakan bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Nilai koefisien *outsider ownership* (OUTS) adalah 0,006 dengan tanda koefisien negatif. Nilai *p-value* untuk variabel ini adalah sebesar 0,733 yang lebih besar dari tingkat keyakinan dalam penelitian 5%. Atas hasil ini dapat dinyatakan bahwa variabel *outsider ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Nilai koefisien *dividend payout ratio* (DPR) adalah 0,006 dengan tanda koefisien negatif. Nilai *p-value* untuk variabel ini adalah sebesar 0,003 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan dalam penelitian 5%. Atas hasil ini dapat dinyatakan bahwa variabel *dividend payout ratio* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan. Nilai koefisien *earnings volatility* (EV) adalah 0,030 dengan tanda koefisien positif. Nilai *p-value* untuk variabel ini adalah sebesar 0,021 yang lebih kecil dari tingkat keyakinan dalam penelitian 5%. Atas hasil ini dapat dinyatakan bahwa variabel *earnings volatility* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

a. Pengujian Ketepatan Perkiraan (R^2)

Pengujian ini untuk mengetahui seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Tingkat

ketepatan regresi dinyatakan dalam koefisien determinasi majemuk (R^2) yang nilainya antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen. Jika dalam suatu model terdapat lebih dari dua variabel independen, maka lebih baik menggunakan nilai *adjusted R²*.

Hasil pengujian mengindikasikan bahwa nilai *Adjusted R²* sebesar 0,269 yang menunjukkan bahwa 26,9% variasi dari kebijakan utang yang dapat dijelaskan oleh *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio* dan *earnings volatility*. Sementara itu, variabilitas DER sebesar 73,1% dijelaskan dengan variabel lain diluar model penelitian.

b. Pengujian Signifikansi Parameter Individual (Signifikansi-t)

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara individual mempengaruhi variabel terikat dengan asumsi variabel independen lainnya konstan.

Tabel IV.7
Hasil Uji Signifikansi-t

Variabel	t	Sig.	α	kriteria	Keterangan
INSID	2,418	0,019	0,05	P<0,05	Ha ₁ : didukung data penelitian
OUTS	-0,343	0,733	0,05	p>0,05	Ha ₂ : tidak didukung data penelitian
DPR	-3,074	0,003	0,05	P<0,05	Ha ₃ : didukung data penelitian
EV	2,378	0,021	0,05	P<0,05	Ha ₄ : didukung data penelitian

Sumber : Hasil Pangolahan Data

Tabel di atas menunjukkan bahwa variabel INSID mempunyai *p-value* 0,019 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi penelitian 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis pertama dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian. Variabel OUTS mempunyai *p-value* 0,733 yang lebih besar dari tingkat signifikansi penelitian 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis kedua dalam penelitian ini tidak didukung oleh data penelitian. Sedangkan variabel DPR mempunyai *p-value* 0,003 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi penelitian 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis ketiga dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian. Sementara variabel EV mempunyai *p-value* 0,021 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi penelitian 0,05 sehingga dapat dinyatakan bahwa hipotesis keempat dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian.

2. Pengujian beda rata-rata *t-test*

Dalam pengujian *t-test*, hasil ditentukan berdasarkan nilai *levene's test for equality of variance* yang dapat dilihat pada nilai F atau nilai signifikansinya. Nilai ini digunakan untuk menguji apakah *variance* populasi kedua sampel sama (*equal variance assumed*) ataukah berbeda (*equal variances not assumed*). Jika nilai probabilitas *levene's test for equality of variance* lebih besar dari level signifikansi penelitian 5%, maka analisis uji beda harus menggunakan *equal variance assumed*, tetapi jika nilai probabilitas kurang dari tingkat level signifikansi penelitian 5 %, maka analisis uji beda harus menggunakan *equal variances not assumed*.

Setelah analisis *levene's test for equality of variance* dilakukan, maka analisis uji beda *t-test* selanjutnya adalah analisis nilai *t-test* untuk menentukan apakah terdapat perbedaan nilai rata-rata di antara kedua sampel yang tidak berhubungan. Analisis didasarkan pada nilai probabilitas dalam uji beda *t-test*, jika nilai probabilitas lebih kecil dari *level* signifikansi dalam penelitian sebesar 5%, maka hipotesis alternatif yang diajukan dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian yang berarti terdapat perbedaan di antara dua kelompok sampel penelitian. Jika sebaliknya, nilai probabilitas lebih besar dari *level* signifikansi penelitian 5%, maka tidak terdapat perbedaan di antara dua kelompok sampel penelitian.

Berikut ini disajikan hasil pengujian dalam penelitian ini dengan menggunakan uji beda *t-test*.

TABEL IV. 8
Hasil Uji Beda *t-Test*

Variable	Levene's Test		<i>t-test for Equality of Means</i>			
	<i>F</i>	<i>Sig.</i>	<i>t</i>	<i>Df</i>	<i>Sig.</i>	
INSID	<i>Equal variances assumed</i>	0,021	0,886	0,073	63	0,942
	<i>Equal variances not assumed</i>			0,072	47,741	0,943
OUTS	<i>Equal variances assumed</i>	2,514	0,118	0,911	63	0,366
	<i>Equal variances not assumed</i>			1,141	51,212	0,259
DPR	<i>Equal variances assumed</i>	0,306	0,582	1,086	63	0,282
	<i>Equal variances not assumed</i>			1,150	56,813	0,255
EV	<i>Equal variances assumed</i>	3,175	0,080	-0,566	63	0,573
	<i>Equal variances not assumed</i>			-0,740	40,625	0,463
DER	<i>Equal variances assumed</i>	6,179	0,016	-1,539	63	0,129
	<i>Equal variances not assumed</i>			-1,785	62,648	0,079

Sumber: hasil pengolahan data penelitian

Hasil pengujian beda *t-test* di atas menunjukkan bahwa nilai probabilitas untuk pengujian nilai *levene's test for equality of variance* variabel DER lebih kecil dari level signifikansi penelitian sebesar 0,05 (5%). Hal ini mengindikasikan bahwa uji beda *t-test* untuk variabel tersebut harus menggunakan *equal variance not assumed*. Dengan asumsi nilai ini, maka dari variabel tersebut yang mempunyai nilai probabilitas *t* lebih kecil dari level signifikan 5% adalah variabel DER yaitu 0,016. Hasil ini menunjukkan bahwa kelompok perusahaan manufaktur dan kelompok perusahaan *non* manufaktur tidak mempunyai perbedaan dalam hal variabel DER.

Hasil pengujian beda *t-test* juga menunjukkan bahwa nilai probabilitas untuk variabel *insider ownership* (INSID), *outsider ownership* (OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), dan *earnings volatility* (EV) lebih besar dari level signifikansi penelitian sebesar 0,05 (5%), sehingga untuk pengujian beda *t-test* harus menggunakan *equal variance assumed*. Dengan asumsi nilai ini, maka dari variabel tersebut yang mempunyai nilai probabilitas *t* lebih besar dari level signifikan 5% adalah variabel *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility* yaitu masing-masing 0,886 untuk variabel *insider ownership* (INSID), 0,118 untuk variabel *outsider ownership* (OUTS). Sementara itu, untuk variabel *dividend payout ratio* (DPR) nilai probabilitas *t* adalah sebesar 0,582 dan sebesar 0,080 untuk variabel *earnings volatility* (EV). Hasil ini menunjukkan bahwa di antara kelompok perusahaan manufaktur

dan kelompok perusahaan *non* manufaktur mempunyai persamaan dalam hal variabel *insider ownership*, *outsider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility*. Atas dasar hasil uji beda *t-test* maka dapat dinyatakan bahwa hipotesis kelima dalam penelitian ini didukung oleh data penelitian.

E. PEMBAHASAN

Analisis data penelitian yang telah dilakukan dan dipaparkan seperti tersaji di atas menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan yaitu *insider ownership*, *dividend payout ratio* dan *earnings volatility* berpengaruh pada kebijakan utang perusahaan yang terdaftar di BEI. Sementara itu untuk variabel *outsider ownership* hasil membuktikan tidak terdapat pengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Tanda koefisien regresi untuk variabel *insider ownership* adalah positif yang mengindikasikan bahwa tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi membawa kecenderungan besar perusahaan untuk melakukan kebijakan utang bagi perusahaan. Tingginya persentase kepemilikan manajerial dalam perusahaan mengindikasikan bahwa manajemen mempunyai jumlah kepentingan yang besar pada ekuitas perusahaan. Manajer yang mempunyai kepentingan dalam perusahaan sekaligus merupakan pemilik perusahaan sehingga mengharapkan tingkat keuntungan yang tinggi sehingga perusahaan dapat membagi dividen yang akhirnya diterima pula

oleh pihak manajemen. Untuk dapat meningkatkan keuntungan tersebut, manajemen membutuhkan jumlah dana yang cukup untuk pembiayaan kegiatan operasional, oleh karenanya manajemen berkecenderungan untuk melakukan kebijakan utang daripada penerbitan saham yang akan mengurangi proporsi hak atas laba perusahaan. Selain untuk menghindari berkurangnya hak atas laba tersebut, kebijakan utang juga dapat digunakan sebagai mekanisme pengurangan pajak (*tax deductible*) yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai bagi perusahaan. Oleh karena alasan tersebut, maka semakin tinggi persentase *insider ownership*, maka semakin besar kecenderungannya perusahaan untuk melakukan kebijakan utang untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Tanda koefisien regresi untuk variabel *dividend payout ratio* adalah *negative*. Tanda koefisien ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang melakukan kebijakan dividen yang tinggi akan mempunyai kecenderungan yang kecil untuk melakukan kebijakan utang. Perusahaan yang memutuskan untuk membagi dividen dalam jumlah yang tinggi mempunyai jumlah laba ditahan yang besar dan ketersediaan kas yang memadai sehingga apabila membagi jumlah dividen yang tinggi sekalipun tidak akan mengganggu ketersediaan kas dan jumlah laba ditahan perusahaan pada periode berikutnya. Perusahaan yang mempunyai tingkat laba ditahan yang tinggi dan profitabilitas yang bagus serta jumlah kas yang memadai kecil kemungkinannya untuk melakukan kebijakan utang oleh karena sumber pendanaan internal yang diperoleh dari hasil kegiatan operasional telah

mencukupi bagi perusahaan sehingga tidak terlalu membutuhkan pendanaan dari pihak eksternal dalam hal ini kreditur yang berupa utang. Oleh karena alasan tersebut, maka *dividend payout ratio* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan telah mampu menyediakan dana untuk pembiayaan kegiatan operasional perusahaan hingga tidak terlalu bergantung pada utang dari kreditur oleh karenanya kecil kecenderungannya untuk melakukan kebijakan utang.

Tanda koefisien regresi untuk variabel *earnings volatility* adalah positif yang mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat perubahan *earnings* yang tinggi akan mempunyai kecenderungan yang lebih tinggi untuk melakukan kebijakan utang. Kebijakan utang yang tinggi ini dilakukan oleh perusahaan dalam rangka untuk mendanai kegiatan operasional perusahaan sehingga dapat diciptakan kegiatan operasional yang lebih lancar dan tingkat laba yang lebih stabil. Dengan tingkat laba yang stabil tersebut akan menurunkan tinggi fluktuasi *earnings* perusahaan. Utang yang dilakukan oleh perusahaan merupakan sumber dana dari pihak eksternal yang dapat digunakan oleh manajemen untuk mendanai kegiatan operasional sehingga kegiatan operasional dapat berjalan dan diharapkan dapat meningkatkan *earnings* bagi perusahaan. Jika *earnings* perusahaan dapat ditingkatkan, maka *earnings volatility* yang tinggi diharapkan akan dapat dirurunkan. Oleh karena alasan tersebut di atas, maka perusahaan dengan tingkat *earnings volatility* yang tinggi mempunyai kecenderungan yang besar untuk melakukan kebijakan utang dalam rangka untuk menurunkan fluktuasi

earnings yang tinggi tersebut, sehingga *earnings volatility* berpengaruh positif terhadap kebijakan utang perusahaan.

Untuk variabel *outsider ownership* hasil penelitian membuktikan bahwa tidak terjadi pengaruh *outsider ownership* terhadap kebijakan utang. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan logika teori dalam pengembangan hipotesis dalam penelitian ini. Hasil yang kontradiktif ini didasari oleh alasan bahwa perusahaan yang mempunyai *outsider ownership* yang tinggi telah memperoleh pendanaan yang cukup dari hasil penerbitan ekuitas pada pihak investor sehingga tidak terlalu membutuhkan pendanaan dari pihak eksternal berupa utang dari kreditur. Kemungkinan alasan lain yang mendasari hasil penelitian yang kontradiktif ini adalah bahwa sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini telah mempunyai jumlah utang yang relative tinggi (dibuktikan dengan rata-rata rasio *debt to equity ratio* sebesar 77,6%) sehingga penambahan utang akan merugikan perusahaan karena mengakibatkan risiko kebangkrutan yang tinggi. Selain itu, kepemilikan *outsider* yang tinggi juga dapat menyebabkan kemungkinan yang kecil untuk melakukan kebijakan utang oleh karena keenganan pemilik perusahaan untuk berkurang hak atas laba karena untuk pembayaran bunga pada kreditur. Oleh karena alasan tersebut, maka kepemilikan *outsider* tidak berpengaruh pada kebijakan utang perusahaan.

Dalam pengujian secara serentak, hasil analisis data menunjukkan bahwa keempat variabel yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh terhadap kebijakan utang yang dilakukan perusahaan. Hasil ini

mengindikasikan bahwa keempat variabel independen merupakan faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam mengambil kebijakan utang bagi perusahaan.

Dalam pengujian beda rata-rata, hasil mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan rata-rata variabel *insider ownership* (INSID), *outsider ownership* (OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), dan *earnings volatility* (EV) antara kelompok perusahaan manufaktur dan perusahaan non manufaktur yang melakukan kebijakan utang. Hasil ini mengindikasikan bahwa kedua kelompok perusahaan tersebut mempunyai rata-rata variabel *insider ownership* (INSID), *outsider ownership* (OUTS), *dividend payout ratio* (DPR), dan *earnings volatility* (EV) yang sama dan menggunakan variabel INSID, OUTS, DPR, dan EV sebagai informasi dalam pengambilan kebijakan utang.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Hasil analisis data yang telah dilakukan mendasari pengambilan kesimpulan yang dapat dinyatakan seperti berikut ini.

1. Variabel *Insider Ownership* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dengan tanda koefisien regresi positif sehingga dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi *insider ownership* semakin tinggi kemungkinan perusahaan untuk melakukan kebijakan utang.
2. Variabel *Outsider Ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan, sehingga dapat dinyatakan bahwa tinggi rendahnya persentase kepemilikan eksternal dalam perusahaan tidak mempengaruhi perusahaan untuk melakukan kebijakan utang.
3. Variabel *Dividend Payout Ratio* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dengan tanda koefisien regresi *negative*, sehingga dapat dinyatakan bahwa semakin tinggi jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan semakin kecil kecenderungan perusahaan untuk melakukan kebijakan utang oleh karena perusahaan telah mempunyai pendanaan internal yang memadai.

4. *Earnings Volatility* berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan dengan tanda koefisien regresi positif yang mengindikasikan bahwa semakin tinggi *volatility* atas *earnings* perusahaan semakin besar kecenderungan perusahaan untuk melakukan kebijakan utang. Kebijakan utang dilakukan oleh perusahaan dalam rangka untuk menurunkan tingkat *earnings volatility*.
5. Terkait kebijakan utang perusahaan, tidak terdapat perbedaan pengaruh antara kelompok perusahaan manufaktur dan non manufaktur yang melakukan kebijakan utang dalam hal Variabel *Insider Ownership* (INSID), *Outsider Ownership* (OUTS), *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan *Earnings Volatility* (EV).

B. Keterbatasan Penelitian

Penelitian dilakukan dengan beberapa keterbatasan yang dapat dinyatakan seperti berikut ini.

1. Penelitian ini hanya menggunakan empat variabel independen yang digunakan sebagai variabel yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.
2. Penelitian ini hanya menggunakan periode penelitian satu tahun sehingga tidak dapat digunakan untuk melakukan analisis perubahan dalam tiap tahunnya.

C. Saran

Atas dasar keterbatasan dalam penelitian ini, maka penulis dapat mengajukan rekomendasi yang dapat dinyatakan seperti berikut ini.

1. Penelitian berikutnya dapat menambah jumlah variabel independen dalam penelitian lanjutan sehingga dapat diperoleh hasil penelitian yang lebih mendalam. Misalnya dengan menambah variabel *Stock Volatility*, *Cash Ratio* atau *Liquidity*.
2. Penelitian berikutnya dapat memperpanjang periode penelitian sehingga dapat dilakukan analisis perubahan pengaruh variabel independen dalam tiap periodenya.

D. Implikasi

Hasil analisis data dalam penelitian ini dapat digunakan untuk beberapa hal seperti berikut.

1. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan manajemen perusahaan terkait pengambilan keputusan tentang utang perusahaan. Perusahaan dapat memperhatikan faktor-faktor *insider ownership*, *dividend payout ratio*, dan *earnings volatility*. Karena seperti yang ditunjukkan dalam penelitian ketiga variabel tersebut berpengaruh terhadap utang perusahaan yang dapat diartikan penetapan keputusan mengenai ketiga variabel akan berpengaruh terhadap utang perusahaan.

2. Bagi Investor dan Kreditur

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai tambahan informasi dalam pengambilan keputusan investasi atau keputusan kredit terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan. Jika investor dan kreditur tidak memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi utang dikawatirkan akan terjadi kesalahan pengambilan keputusan dalam hal investasi dan pendanaan yang pada akhirnya merugikan pihak investor dan kreditur itu sendiri.

3. Bagi Akademisi

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai referensi dan dasar awal untuk melakukan penelitian-penelitian berikutnya terutama penelitian terkait faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan utang perusahaan sehingga memungkinkan didapat hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E.F., Gapenski, E.C, and Daves, P.R. (1999). *Intermediate financial management*. The Dryden Press, New York.
- Bathala, C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management* 23, 38-50.
- Dharmastuti, Stella, Eviyanti . (2004). *Analisis Keterkaitan Secara Simultan antara Kebijakan Deviden dan Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode Tahun 2000-2002*. <http://lib.atmajaya.ac.id>
- Faisal, (2002). *Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Utang perusahaan pada Industri manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Tesis Program Pascasarjana Magister Sains Fakultas Ekonomi UGM, Yogyakarta.
- Fama, Eugene F. (1980). Agency Problem and the theory on the Firm. *Journal of Political Economy*.
- Fuad, (2006). Simultanitas dan "Trade-off" Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi : Peran dari corporate Ownership. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9, N. 3, Hal. 327-345.
- Ghozali, Imam. (2005). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar N. (2003). *Basic Econometrics*. Edisi 4. New York: McGraw-Hill.
- Gunoro, Nupikso. (2001). Hubungan antara Insider dan Ownership, Kebijakan Debt dan Devidend Perusahaan (Studi kasus Perusahaan-perusahaan yang Terdaftar di BEJ). *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi (SNA) VII*.

- Jensen, M C. (1976). Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.
- Lestari, Holydia. (2004). Pengaruh Kebijakan Utang, Kebijakan Deviden, Risiko dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Set Kesempatan Investasi. *Prosiding Simposim Nasional Akuntansi (SNA) VII*.
- Mahadwartha, Putu Anom. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Prosiding Simposim Nasional Akuntansi V*.
- Putri, F.I *et.al.* (2006). Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Institutional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX*.
- Sekaran, Uma. (2000). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. Singapore: John Willey and Sons Inc.
- Setyapurnama, Yudi dan Norpratiwi, Vianey. (2007). *Pengaruh Corporate Governance Terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi*. www.stieykpn.ac.id
- Wahidahwati. (2001). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada kebijakan Utang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi (SNA) IV*.
- _____. (2002). Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Persamaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi (SNA) V*.
- Wuryaningsih. (2004). Pengujian Pengaruh Capital Structure Pada Debt Policy. *Benefit Vol. 8, No.2*.