

**Pengaruh kepemilikan manajerial dan
Kepemilikan eksternal terhadap
*Debt equity ratio***

(studi kasus pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bej tahun 2000-2004)



SKRIPSI

Diajukan Untuk Melengkapi Tugas – Tugas dan Memenuhi
Syarat – Syarat Guna Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi
Jurusan Manajemen pada Fakultas Ekonomi
Universitas Sebelas Maret
Surakarta

Oleh :

Sindhu Priyo Windoko
NIM : F 0203140

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
SURAKARTA
2007**

ABSTRAK

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN

**KEPEMILIKAN EKSTERNAL TERHADAP
DEBT EQUITY RATIO
(Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Tahun 2000-
2004)**

**Sindhu Priyo Windoko
F0203140**

Hubungan keagenan antara manajer dan pemegang saham berpengaruh pada pengambilan keputusan dalam perusahaan yang berdampak pada *debt equity ratio*. Penelitian terdahulu telah menjelaskan hubungan antara struktur kepemilikan dan struktur modal. Penelitian ini memperluas ruang lingkup dengan menguji struktur kepemilikan dengan struktur modal berdasarkan kerangka keagenan. Tujuan penelitian, pertama, adalah untuk memperoleh bukti empiris pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio*. Kedua, untuk memperoleh bukti empiris pengaruh negatif kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio*. Dan ketiga, untuk memperoleh bukti empiris pengaruh negatif kepemilikan manajerial dan eksternal secara bersama-sama terhadap *debt equity ratio*. Riset ini didasarkan pada hipotesis yang dikembangkan oleh Moh'd, *et al.* (1998) dan Brainsfold *et al.* (2002) yang menemukan pengaruh struktur kepemilikan terhadap *debt equity ratio* yang dapat meminimalkan konflik keagenan.

Untuk meneliti pengaruh struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kebijakan hutang diperlukan beberapa variabel sebagai *proxy*. Kebijakan hutang sebagai variabel dependen diwakili oleh terhadap *debt equity ratio* (D/E). Struktur kepemilikan sebagai variabel independen diwakili oleh *managerial share ownership* (MSO) dan *external blockholder* (EBO). Sedangkan struktur modal sebagai variabel kontrol diwakili oleh skala perusahaan (SIZE), klasifikasi industri (IND), volatilitas saham (VOLTY), pertumbuhan (GROWTH), *free cash flow* (FCF), dan *dividend payout ratio* (DIV).

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2004. Teknik pengambilan sampel adalah *purposive random sampling*. Pengumpulan data menggunakan metode polling sehingga dari 155 perusahaan diambil 35 perusahaan tiap tahunnya sebagai sampel. Ini menghasilkan 175 perusahaan dalam 5 tahun pengamatan sebagai sampel.

Analisis regresi hirarkis digunakan dalam penelitian ini sebagai metode analisis data. Hasil empiris menunjukkan bahwa pemilik manajer berpengaruh negatif terhadap rasio hutang ekuitas, pemilik eksternal berpengaruh negatif terhadap rasio hutang ekuitas, dan pemilik manajer serta pemilik eksternal secara bersama-sama berpengaruh negatif terhadap rasio hutang ekuitas perusahaan. Penelitian ini juga menemukan bahwa pemilik manajerial lebih berpengaruh pada rasio hutang ekuitas daripada pemilik eksternal. Hal ini berarti kebijakan hutang lebih ditentukan oleh manajer daripada pemegang saham.

Kata kunci: teori keagenan, konflik keagenan, kepemilikan manajerial, kepemilikan eksternal, rasio hutang ekuitas.

ABSTRACT

ANALYSIS OF THE RELATIONSHIP BETWEEN MANAGERIAL SHARE OWNERSHIP AND EXTERNAL BLOCKHOLDER TO THE DEBT EQUITY RATIO IN MANUFACTURING COMPANIES LISTED ON JAKARTA STOCK EXCHANGE YEAR 2000-2004

**Sindhu Priyo Windoko
F0203140**

The agency relationship between managers and shareholders has potential to influence decision-making in the firm which in turn potentially impacts on debt equity ratio. Prior evidence has demonstrated an association between ownership structure and firm value. This research extends the literature by examining ownership structure and capital structure based on agency framework. Purposes of this study are not only to get empirical evidence about negative relationship between managerial ownership to the debt equity ratio and about negative relationship between external blockholders to the debt equity ratio individually but also to get empirical evidence about negative relationship between managerial ownership and external blockholders to the debt equity ratio simultaneously. The research based on hypothesis developed by Moh'd, et al. (1998) and Brainsfold et al. (2002) which found that ownership structure influenced the debt equity ratio in order to minimize the agency conflict.

Nine variables will be used in this research to analyst relationship between ownership structure and the debt equity ratio. Those variables are debt equity ratio as dependent variable, the managerial ownership and external blockholders as independent variables, and size, industrial classification, stock volatility, growth, free cash flow, and dividend payout ratio.

This research is focused on manufacturing companies listed in Jakarta Stock Exchange for period 2000-2004. Purposive random sampling has been used as sample collecting method. Pooling method is used to collect data and gives 175 firms within year observation. Statistical method used in this research is hierarchical regression. The empirical result shows that both managerial and external ownership have negative effect to the debt equity ratio individually or simultaneously. This research finds that manager has more influence on debt equity ratio than external blockholders. It means that manager has more power to decide debt decisions than shareholders.

Keywords: Agency theory, agency conflict, managerial share ownership, external blockholder, debt equity ratio.

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi dengan judul :

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN
KEPEMILIKAN EKSTERNAL TERHADAP
*DEBT EQUITY RATIO***

(Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Tahun 2000-2004)

Surakarta, 17 April 2007

Disetujui dan diterima oleh
Dosen Pembimbing

(Bambang Hadinugroho, SE, MSi)

NIP. 132 570 307

HALAMAN PENGESAHAN

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

Surakarta, 7 Juli

2007

Tim Penguji Skripsi

1. Dra. Endang Suhari, M.Si. sebagai Ketua
(.....)
NIP 131 570 303
2. Bambang Hadinugroho, S.E., M.Si. sebagai Pembimbing
(.....)
NIP 131 570 307
3. Drs. Harmadi, M.M. sebagai Anggota
(.....)
NIP 131 409 792



HALAMAN PERSEMBAHAN

Karya sederhana ini aku persembahkan pada :

- ↳ Bapak dan Ibu
- ↳ Yang ada dalam hatiku “Arni Feriyana”
- ↳ Sahabat-sahabatku kelas A
- ↳ Almamaterku

MOTTO

Untuk Yue Lauw

What's make a men a man ?

Friend of mine was wondered ?

Is it the origins to the way he come to life ? I don't think so.

Since the choice which's he make.

Not how he starts things, but how he decides to end them.

*Now, I got the job done here.
But somehow, my journey is still far away from finish.
However, the shine of you are always by my side.*

Dari Yue Lauw

“Sebuah kebersamaan akan terasa indah bila menjumpai perpisahaan, karena perpisahaan itulah yang menjadikan sempurna makna dari kata kebersamaan itu.”

”Seorang kawan memukul dengan maksud baik,
tapi seorang lawan mencium dengan berlimpah-limpah.”
(Yue Lauw)

“Hiasan orang muda ialah kekuatannya,
dan keindahan orang tua ialah uban.”
(Yue Lauw)

KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN EKSTERNAL TERHADAP *DEBT EQUITY RATIO* (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ Tahun 2000-2004)”.

Maksud penulisan skripsi ini sebagai tugas akhir yang harus diselesaikan guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret serta memberi masukan kepada pihak yang berkepentingan.

Penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya pada :

1. **Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com. Ak.**, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret.
2. **Dra. Endang Suhari, MSi.**, dan **Joko Suyono, SE, MSi.**, selaku Ketua dan Sekretaris Jurusan Manajemen.
3. **Bambang Hadinugroho, SE, MSi.**, selaku pembimbing skripsi yang telah banyak memberikan bimbingan dan pengarahan dalam penyelesaian skripsi ini.
4. **Dra. Sri Suwarsi, MM.**, selaku pembimbing akademis yang telah banyak meluangkan waktu untuk konsultasi akademis.
5. Semua pihak yang telah membantu selesainya skripsi ini akan tetapi tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini belum menjadi karya yang sempurna karena berbagai keterbatasan penulis, sehingga wajar kiranya bila penulis mengharapkan kritik dan saran dari pembaca. Semoga skripsi ini bermanfaat.

Surakarta, April 2007

Penulis



	Halama
	n
HALAMAN JUDUL	i
ABSTRAK	ii
HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
HALAMAN MOTTO	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR TABEL	xiv
BAB I. PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Perumusan Masalah	5
C. Tujuan Penelitian	5
D. Manfaat Penelitian	5
BAB II. LANDASAN TEORI	
A. Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	7
B. <i>Debt Equity Ratio</i> (D/E)	11
C. Kepemilikan Manajerial (<i>Managerial Share Ownership</i>)	12
D. Kepemilikan Eksternal (<i>External Blockholder Ownership</i>).....	13
E. Penelitian Terdahulu	19
F. Kerangka Pemikiran	21
G. Hipotesis	22

BAB III. METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian	26
B. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	26
C. Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data	27
D. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran	27
1. Variabel Dependen	27
2. Variabel Independen	28
3. Variabel Kontrol	28
4. Metode Analisis Data	31

BAB IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Analisis Data	36
B. Deskripsi Data	38
C. Pengujian Data dan Asumsi Klasik	43
1. Pengujian Normalitas Data	43
2. Pengujian Asumsi Klasik	46
a. Uji Multikolinieritas	46
b. Uji Autokorelasi	49
c. Uji Heteroskedasitas	50
D. Pengujian Hipotesis Penelitian	51
1. Pengujian Model Tahap Pertama	51
2. Pengujian Model Tahap Kedua	54
3. Pengujian Model Tahap Ketiga	57
E. Pembahasan Hasil Penelitian	61

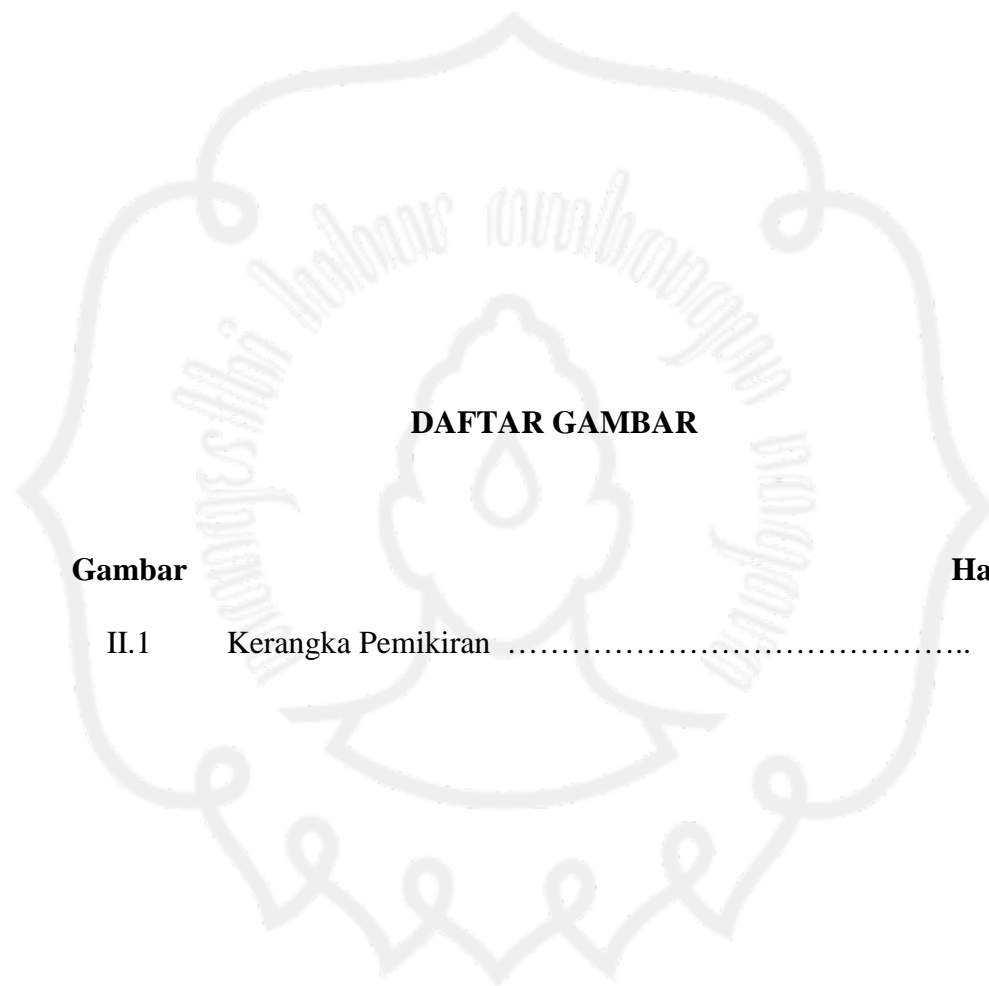
1. Temuan Model Regresi Tahap Pertama 61
2. Temuan Model Regresi Tahap Kedua 63
3. Temuan Model Regresi Tahap Ketiga 65

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan 70
B. Keterbatasan 71
C. Saran 72

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN



DAFTAR GAMBAR

Gambar		Halaman
II.1	Kerangka Pemikiran	21

**DAFTAR TABEL**

Tabel		Halaman
Tabel IV.1	Populasi dan Sampel	37
Tabel IV.2	Statistik Deskriptif Sebelum Transformasi	38
Tabel IV.3	Distribusi Frekuensi Klasifikasi Industri	40
Tabel IV.4	Statistik Deskriptif Setelah Transformasi	41

Tabel IV.5	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Sebelum Transformasi	43
Tabel IV.6	Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov Setelah Transformasi	46
Tabel IV.7.1	Hasil Uji Multikolinearitas Model Pertama	47
Tabel IV.7.2	Hasil Uji Multikolinearitas Model Kedua	48
Tabel IV.7.3	Hasil Uji Multikolinearitas Model Ketiga	48
Tabel IV.8.1	Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Pertama	50
Tabel IV.8.2	Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Kedua	51
Tabel IV.8.3	Hasil Uji Heteroskedastisitas Model Ketiga	51
Tabel IV.9.1	Hasil Analisis Regresi Untuk Pengujian Model Pertama	52
Tabel IV.9.2	Hasil Analisis Regresi Untuk Pengujian Model Kedua	55
Tabel IV.9.3	Hasil Analisis Regresi Untuk Pengujian Model Ketiga	58
Tabel IV.9.4	Peningkatan Nilai <i>R-Square</i>	60

BAB I PENDAHULUAN

A. LATAR BELAKANG MASALAH

Fenomena informasi asimetri dalam sebuah perusahaan menimbulkan kesenjangan (*gap*) antara manajer dan pihak lain yang mempunyai sumber akses untuk memonitor aktivitas perusahaan. Karena perusahaan merupakan kumpulan kepentingan berbagai pihak maka aktivitas perusahaan merupakan perwujudan kepentingan berbagai pihak untuk mencari keuntungan. Sehingga perwujudan

kepentingan itu terlihat dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Pihak tersebut adalah pihak manajemen sebagai pihak internal dan pemegang saham sebagai pihak eksternal (Jatiningrum dan Rofiqoh, 2004).

Meskipun dalam berbagai literatur disebutkan bahwa tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bathala *et.al.*, dalam Wahidawati, 2002), yang terjadi adalah baik manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan yang berbeda yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Sehingga timbul konflik kepentingan (*agency problems*) antara para manajer dan para pemegang saham perusahaan.

Agency problems disebabkan pengelola (manajer) mempunyai informasi mengenai perusahaan yang tidak dimiliki oleh pemegang saham (*asymmetry information*) dan menggunakannya untuk meningkatkan utilitasnya, padahal bukan hanya manajemen yang membutuhkan informasi untuk pengambilan keputusan ekonomi (Haryono, 2003a).

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan kedua pihak tersebut (Bathala *et.al.*, dalam Wahidawati, 2002). Akan tetapi dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yaitu *agency cost* (Sulistyanto, 2004).

Menurut Bathala *et.al* (dalam Wahidawati, 2002), *agency cost* merupakan jumlah dari pengeluaran biaya untuk memonitor oleh pemilik terhadap pengeluaran manajemen karena penggunaan hutang dan penggunaan modal (ekuitas). Ini tercermin dari *debt equity ratio* perusahaan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu, pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Selain itu, manajer juga akan merasakan bila ada kerugian sebagai konsekuensi akibat pengambilan keputusan yang salah. Ini akan membuat manajer menekan penggunaan hutang ketingkat minimal untuk menekan risiko kebangkrutan. Karena dengan adanya kepemilikan saham oleh manajer, kesejahteraan manajer akan meningkat mendekati kesejahteraan perusahaan. Akibatnya manajer akan mengurangi sikap oportunistiknya dengan mengurangi penggunaan hutang untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Jika perusahaan bangkrut maka kesejahteraan yang dicapai manajer juga akan hilang. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa dengan kepemilikan manajerial akan mengurangi *debt equity ratio* perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Alternatif kedua adalah menstabilkan *dividend payout ratio*. Pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen yang stabil sebab dividen adalah pendapatan kena pajak. Makin besar dividen yang dibayar, makin besar pula pajak yang dibayarkan. Dengan stabilnya jumlah dividen yang dibayar maka akan berdampak pada meningkatnya ketersediaan jumlah dana internal. Hal ini dapat membantu manajemen mengurangi penggunaan hutang (Crutchley dan Hansen, dalam Wahidawati, 2002).

Alternatif ketiga adalah mengurangi penggunaan hutang. Penurunan hutang akan menurunkan konflik antara pemegang saham dan manajer. Hal ini secara otomatis mengurangi risiko kebangkrutan karena manajer akan menyeimbangkan penggunaan hutang dan penggunaan ekuitas (Mahadwartha dan Jogiyanto, 2002).

Alternatif keempat adalah memaksimalkan peran pemilik eksternal sebagai *monitoring agent*. Hal ini disebabkan adanya kepemilikan eksternal mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau memonitor kinerja manajemen.

Adanya kepemilikan eksternal mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen terutama penggunaan hutang. Sebab secara umum pemegang saham adalah *risk-averse*. Pemegang saham tidak ingin kehilangan kesempatan mendapatkan dividen karena meningkatnya risiko kebangkrutan akibat penggunaan hutang yang berlebihan oleh manajemen (Moh'd *et al*, dalam Wahidawati, 2002).

Dari uraian diatas dapat diambil benang merah bahwa dengan kepemilikan manajerial, maka *debt equity ratio* perusahaan menurun. Hal ini disebabkan manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Akibatnya manajer akan mengurangi sikap oportunistiknya dengan mengurangi penggunaan hutang untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Jika perusahaan bangkrut maka kesejahteraan yang dicapai manajer juga akan hilang.

Selain itu dengan adanya kepemilikan eksternal, maka *debt equity ratio* perusahaan cenderung menurun. Adanya kepemilikan eksternal mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen terutama penggunaan hutang.

Sejalan dengan uraian sebelumnya maka kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal sama-sama memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt equity ratio*. Hal ini menunjukkan adanya kepemilikan eksternal akan mengawasi kinerja manajer untuk mengurangi risiko kebangkrutan akibat penggunaan hutang

yang tidak efektif. Dampaknya manajer akan bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Ini akan mengurangi *agency conflict* dan *agency cost* perusahaan.

Penelitian ini mengonfirmasi dugaan penelitian-penelitian diatas bahwa adanya kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal menimbulkan pengaruh negatif pada struktur modal perusahaan tepatnya *debt equity ratio* (D/E) baik secara parsial atau simultan. Penelitian ini merupakan replikasi penelitian yang dilakukan Timothy J. Brailsford, Barry R. Oliver, dan Sandar L. H. Pua (2002) pada 500 perusahaan yang terdaftar dalam *Australian Stock Exchange* dalam periode 1989-1995. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan eksternal dan kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio* (D/E) negatif yang berarti *monitoring effect* kepemilikan eksternal bekerja terhadap kepemilikan manajerial. Selain berbeda dalam hal obyek dan waktu, peneliti juga melakukan modifikasi antara lain dalam perhitungan *free cash flow* yang didasarkan pada penelitian Ross *et.al* (2003) untuk membedakan dengan penelitian terdahulu.

B. PERUMUSAN MASALAH

Berdasarkan uraian diatas, pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan ?
2. Apakah kepemilikan eksternal memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan ?
3. Apakah kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal secara bersama-sama memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan ?

C. TUJUAN PENELITIAN

Berdasarkan perumusan masalah diatas, tujuan penelitian adalah untuk memperoleh bukti empiris:

1. Pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio* perusahaan.
2. Pengaruh negatif kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* perusahaan.
3. Pengaruh negatif kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal secara bersama-sama terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

D. MANFAAT PENELITIAN

Adapun hasil yang didapatkan dari penelitian ini, diharapkan mampu memberikan manfaat bagi:

1. Perusahaan
Memberikan masukan bagi perusahaan dalam hal struktur kepemilikan dan struktur modal sehingga dapat menjadi bahan pertimbangan perusahaan dalam pengambilan keputusan keuangan.
2. Peneliti
Memberikan kesempatan bagi peneliti untuk menerapkan teori-teori dan konsep-konsep yang telah diperoleh terutama yang menyangkut struktur kepemilikan dan struktur modal yang dapat memberikan pengaruh positif bagi kemajuan perusahaan .
3. Pihak lain

Memberikan wacana pengetahuan dalam bidang struktur kepemilikan dan struktur modal sehingga diharapkan dapat memberikan manfaat dan kontribusi sebagai bahan pendidikan lebih lanjut.

BAB II LANDASAN TEORI

A. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Semakin besar perusahaan akan semakin berpotensi timbulnya *agency problems* sebagai akibat adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan penanggung risiko. Fungsi pengambilan keputusan adalah pihak manajemen sebagai pelaksana operasional perusahaan setiap hari. Sedangkan penanggung risiko adalah pihak eksternal sebab jika perusahaan tempat mereka menanamkan modal bangkrut secara otomatis hilang juga harapan *investor*

untuk mendapatkan dividen dari hasil pembelian saham. Oleh karena itu pemilik eksternal berusaha memonitor kinerja manajemen untuk menghindari kebangkrutan.

Agency cost merupakan jumlah dari pengeluaran biaya untuk monitoring oleh pemilik, pengeluaran manajemen karena penggunaan hutang, dan pengeluaran *residual loss*. Sehingga tugas manajer dalam struktur modal perusahaan adalah menyeimbangkan *agency cost of debt* dengan *agency cost of equity*. Cara yang dapat ditempuh adalah mereduksi biaya tersebut yaitu melalui peningkatan *insider ownership*. Alasannya *insider* akan merasakan langsung manfaat dan konsekuensi keputusan yang diambilnya (Sulistyanto, dalam Haryono, 2005).

Kepemilikan *insider* merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan mengelola hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan yang pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan seluruh pemegang saham. Cara lain yang bisa digunakan adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*. Akibatnya adalah manajemen harus mencari dana dari luar untuk melakukan investasi. Adanya investor institusional dan *shareholder dispersion* sebagai *monitoring agent* dapat mengurangi *agency cost* (Bathala *et. al.*, dalam Haryono, 2005).

Adanya kepemilikan investor eksternal seperti asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh investasi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. *Monitoring agent* memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investasi

saham yang dipertaruhkan dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kesejahteraan pemegang saham (Sulistyanto, dalam Haryono, 2005).

Menurut Kale dan Noe (dalam Faisal, 2005) dividen merupakan sinyal stabilitas aliran kas dimasa yang akan datang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan aliran kas yang dibutuhkan perusahaan, sehingga menyebabkan pembayaran dividen rendah. Perusahaan yang memiliki aliran kas yang tidak stabil menunjukkan peningkatan risiko yang ditanggung perusahaan. Pada kondisi tingkat risiko tinggi, perusahaan membagikan dividen dalam jumlah kecil karena sebagian keuntungan dialokasikan pada laba ditahan. Alokasi ini digunakan sebagai sumber internal untuk pertumbuhan. Keputusan menetapkan dividen kecil pada tingkat risiko tinggi akan memperkecil konflik keagenan.

Menurut Jensen (1986) keputusan menetapkan dividen dapat dijelaskan dengan *free cash flow hypothesis*. Hipotesis *free cash flow* menyatakan kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi keputusan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan aliran kas bebas. Oleh karena itu, mekanisme pengurangan masalah keagenan dilakukan dengan cara menggunakan aliran kas bebas untuk mendapatkan dividen. Dengan demikian tindakan tersebut dapat menghindarkan alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan dan meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana.

Teori *demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang mayoritas sahamnya dimiliki oleh *insiders* menggunakan hutang dalam jumlah besar

untuk mendanai aktifitas perusahaan. *Insiders* akan mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan, sedangkan *supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insiders* memiliki *debt agency cost* kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar.

Peningkatan kepemilikan manajerial menyebabkan penurunan hutang dividen dan sebaliknya. Dampak lain yaitu kekayaan manajer tidak terdiversifikasi sehingga membayar dividen rendah. Penurunan dividen bertujuan untuk meningkatkan dana internal sehingga perusahaan menggunakan sumber internal daripada menggunakan hutang. Berdasarkan hubungan ini perusahaan harus menentukan kebijakan yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan ekuitas maupun konflik hutang. Terdapat kaitan yang erat pula antara kepemilikan manajerial dengan resiko, kebijakan hutang, dividen.

Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan untuk membayar hutang. Pengurangan proporsi keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hubungan kausal negatif antara dividen dengan hutang menunjukkan terjadinya substitusi pada kedua kebijakan. Penggunaan hutang tinggi diikuti dengan pembayaran dividen rendah atau sebaliknya.

Secara umum perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan demikian, perusahaan yang memiliki jumlah

aktiva tetap yang mudah untuk dijual akan menggunakan hutang yang lebih besar. Oleh karena itu, ada hubungan positif antara tingkat hutang dan *collateral value asset* (Moh'd *et.al.*, dalam Wahidawati, 2001). Hal ini sesuai dengan pernyataan bahwa *tangible asset* menurunkan *agency cost* dan hutang dengan kata lain *asset structure* mempunyai hubungan positif dengan *debt ratio*.

Kaitannya dengan tingkat pajak, untuk meningkatkan nilai perusahaan, maka perusahaan seharusnya menggunakan proporsi hutang yang lebih besar. Semakin besarnya penggunaan hutang, nilai perusahaan akan meningkat. Tetapi setelah mencapai titik tertentu kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang akan lebih kecil daripada kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, sehingga nilai perusahaan akan turun.

Dari uraian diatas dapat diambil benang merah bahwa *debt ratio* memiliki hubungan negatif dengan *managerial ownership*. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan menurun seiring meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan. Selain itu, kepemilikan eksternal juga memiliki hubungan negatif dengan *debt ratio*. Hal ini disebabkan peranan hutang sebagai satu alat *monitoring* sudah diambil alih oleh *outsiders*, dengan demikian mengurangi *agency cost of debt*.

B. Debt equity ratio (D/E)

Hutang didefinisikan sebagai semua kewajiban keuangan perusahaan kepada pihak lain yang belum terpenuhi. Hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur. Keputusan pendanaan

perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam perusahaan (*internal financing*) dan di luar perusahaan (*external financing*). Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan atau melalui hutang.

Debt equity ratio (D/E) adalah suatu rasio yang berkaitan dengan hutang terhadap ekuitas pemegang saham, digunakan sebagai ukuran *leverage* perusahaan. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa hutang semakin tinggi sehingga biaya bunga akan meningkat yang akan mengurangi laba perusahaan. Berkurangnya laba perusahaan akan mengurangi minat investor untuk memegang saham perusahaan tersebut. Disamping itu risiko hutang perusahaan tidak terbayar juga akan meningkat. Bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut akan membahayakan perusahaan karena perusahaan terancam kebangkrutan.

Debt equity ratio merefleksikan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh sebagian dari modal sendiri yang digunakan untuk melunasi hutang. Hal ini akan nampak apabila D/E ini semakin rendah rasionya, maka kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya akan semakin baik dan begitu juga sebaliknya bagi pemegang saham. Artinya sebagian keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk melunasi kewajibannya terlebih dahulu. Oleh karena itu,

semakin tinggi kewajiban perusahaan akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk membayar deviden bagi pemegang sahamnya.

C. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Share Ownership*)

Untuk mensejajarkan antara kepentingan manajer dengan pemilik perusahaan, terdapat mekanisme khusus yang dapat digunakan pemilik perusahaan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Salah satunya adalah memberikan atau meningkatkan kepemilikan saham terhadap manajer. Langkah ini ditunjukkan untuk menarik dan mempertahankan manajer yang cakap serta untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham.

Para pemegang saham yang memiliki kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau sebagai direktur bahkan manajer disebut sebagai *managerial ownership*. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer dapat dirasakan 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. Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1986).

Dengan kepemilikan saham mayoritas dimiliki oleh manajer maka hanya sedikit laba yang harus dialokasikan untuk membayar dividen. Laba dapat digunakan untuk membiayai aktivitas investasi tanpa perlu mencari tambahan dana dari luar. Hal ini menyebabkan *debt equity ratio* (D/E) perusahaan tersebut cenderung rendah. Dalam keadaan ini jika aktivitas investasi yang dilakukan perusahaan menghasilkan laba maka laba itu akan dinikmati sendiri oleh manajemen.

D. Kepemilikan Eksternal (*External Blockholder Ownership*)

Kepemilikan eksternal memiliki peranan penting dalam manajemen perusahaan. Kepemilikan eksternal dapat diartikan sebagai kepemilikan oleh pihak eksternal sebagai monitoring agents. Moh'd *et al.*, (dalam Wahidawati, 2001) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar dan *shareholder* dapat mengurangi *agency cost*. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau menjatuhkan keberadaan manajemen.

Menurut Y. T. Mak dan Yuan Li (2000), yang dimaksud kepemilikan eksternal adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemerintah. Hal ini sangat kontras dengan yang terjadi di negara-negara maju yang ditunjukkan dengan peran pemerintah dalam manajemen sebuah perusahaan sangat kecil.

Menurut Chandrasegar (dalam Y. T. Mak dan Yuan Li, 2000), ada dua alasan hal ini terjadi: pertama disebabkan karakteristik orang Asia yang berbeda dengan orang barat dalam menjalankan bisnisnya yang diperlihatkan bahwa orang Asia selalu menghindari agresi dan konfrontasi dalam

menjalankan bisnisnya. Kedua disebabkan bank-bank di Asia Tenggara tidak bereaksi terhadap penghapusan peran *agency* pemerintah. Hal ini kontras yang terjadi di negara barat yang ditunjukkan dengan peran lembaga eksternal sebagai *monitoring agent* malah tidak terlihat. Implikasinya adalah perbedaan struktur kepemilikan antara di Asia Tenggara dengan di negara barat. Di Asia Tenggara kepemilikan *blockholder* lebih tinggi daripada di negara barat.

Sedangkan menurut Wahidawati (2001) yang termasuk pemilik eksternal adalah perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain termasuk pemerintah. Kepemilikan eksternal menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat kepemilikan institusional perusahaan yang tinggi akan menimbulkan pengawasan yang lebih besar dari institusional investor sehingga menghalangi perilaku oportunistik manajer. Dengan tingkat institusi yang tinggi akan mengurangi *agency cost*. Jadi benang merah yang dapat ditarik dari penjelasan diatas bahwa kepemilikan eksternal dapat juga disebut kepemilikan institusional sebab merupakan persentase kepemilikan oleh lembaga diluar manajemen perusahaan.

Adanya kepemilikan oleh pihak eksternal dimaksudkan untuk mengawasi manajemen agar tetap menjalankan tugasnya dengan baik. Dengan pengawasan oleh pemilik eksternal yang efektif mampu menekan perilaku manajerial yang oportunistik. Selain itu, pihak eksternal menjadi mempunyai wewenang untuk melakukan pergantian manajemen jika terbukti terdapat *non-maximising behavior* pada tubuh manajemen yang menghambat kinerja perusahaan (Brailsford *et al*, 2002).

Dengan mayoritas kepemilikannya dipegang oleh pihak luar, maka perusahaan cenderung menggunakan hutang. Hal ini disebabkan laba perusahaan lebih banyak dihabiskan untuk membayar dividen pada pemegang saham diluar manajemen. Akibatnya perusahaan kekurangan dana untuk melakukan investasi. Kekurangan dana ini ditutup dengan mencari hutang. Oleh karena itu, *debt equity ratio* (D/E) perusahaan tersebut cenderung tinggi.

Selain faktor-faktor diatas masih ada faktor lain yang mempengaruhi struktur modal perusahaan. Faktor-faktor tersebut adalah:

1. Struktur aktiva

Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung untuk lebih banyak menggunakan banyak hutang. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik dijadikan jaminan (Bringham dan Houston, 2001).

2. Klasifikasi industri

Diargumentasikan bahwa klasifikasi industri adalah determinan potensial dari struktur modal karena perusahaan yang digolongkan pada industri yang sama memiliki kondisi *demand* dan *supply* yang sama serta memiliki karakteristik risiko yang sama (Scott and Martin, dalam Brailsford *et al*, 2002).

3. Volatilitas

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa modal manusia akan berkaitan dengan perusahaan (Bathala *et al.*, 1994). Manajer akan enggan untuk melibatkan kekayaan pribadinya pada perusahaan sebab akan mengurangi kesempatan diversifikasi kekayaan secara optimal. Masalah diversifikasi ini akan makin tinggi bila volatilitas harga saham makin tinggi sehingga dapat dikatakan bahwa volatilitas harga saham memiliki koefisien negatif terhadap *insider ownership* (Wahidawati, 2001).

4. Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*)

Jika keadaan *ceteris paribus*, perusahaan yang tumbuh dengan pesat mengandalkan modal eksternal. Lebih jauh lagi, biaya pengembangan untuk penjualan saham biasa lebih besar daripada biaya untuk menerbitkan surat utang, yang mendorong perusahaan untuk mengandalkan lebih banyak hutang. Namun, pada saat yang sama perusahaan tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan hutang (Bringham dan Houston, 2001).

Growth menyatakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan adalah *proxy* yang tepat dari untuk mengetahui *agency cost* dari hutang. Selain itu, pertumbuhan adalah indikator untuk dari profitabilitas dan kesuksesan perusahaan. Dalam penelitian ini, *growth* adalah *proxy* dari dana internal yang tersedia bagi perusahaan. Jika sebuah perusahaan sukses maka *earning profitnya* besar dan akan tersedia dana internal untuk investasi. Hal

ini berkaitan dengan *pecking order theory* yang menyatakan *growth* memiliki koefisien negatif (Mehran, dalam Brailsford *et al*, 2002).

5. Free Cash Flow

Ross *et. al.*, (2000) mendefinisikan bahwa *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara kedua belah pihak yaitu pemegang saham yang menginginkan dana itu dibagikan untuk kesejahteraannya dan manajer yang berkeinginan dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa mendatang akan menambah insentif bagi manajer (Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

6. Kebijakan Pembayaran Dividen

Robert Ang (dalam Sunarto dan Kartika, 2003), menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba yang ditahan (*retained earning*) sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen ini akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Cadangan yang diambil dari EAT mencapai minimum dua puluh persen dari modal yang ditempatkan. Modal yang ditempatkan adalah modal yang disetor penuh ditambah dengan modal yang belum disetor sehubungan dengan penerbitan saham baru seperti

rights dan *warrant*. Keputusan mengenai jumlah saham yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Dalam menentukan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan ada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *dividend payout ratio* didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. *Pecking order hypothesis* lebih menganjurkan perusahaan untuk meminimalisasi pembayaran dividen dan lebih banyak dalam pendanaan internal untuk membiayai proyek perusahaan. Peningkatan dividen dapat dinyatakan sebagai sinyal yang buruk karena dapat mengurangi rencana investasi. Hal tersebut bertentangan dengan teori *signaling dividend* yang menyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sinyal yang baik bagi laba perusahaan karena peningkatan dividen akan mengarah pada peningkatan harga saham dan kemakmuran pemegang saham.

E. PENELITIAN TERDAHULU

Penelitian yang dilakukan Timothy J. Brailsford, Barry R. Oliver, Sandra L. H. Pua, (2002) pada 500 perusahaan yang terdaftar dalam *Australian Stock Exchange* dalam periode 1989-1995. Hasilnya penelitian tersebut adalah terdapat hubungan antara kepemilikan eksternal terhadap kepemilikan manajerial positif. Hal ini berarti *monitoring effect* kepemilikan eksternal bekerja terhadap kepemilikan manajerial.

Fuad (2005) menguji simultanitas dan *trade-off* pengambilan keputusan finansial dalam mengurangi konflik agensi. Penelitian ini mengobservasi 90 dari 156 perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Jakarta tahun 2002. Penelitian ini membuktikan bahwa keputusan-keputusan finansial dan *institutional ownership*, apabila digunakan secara simultan, akan dapat mengurangi biaya agensi. Selain itu, *trade-off* keputusan tersebut juga dapat dilakukan untuk mengurangi masalah agensi.

Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning (2006) menguji pengaruh struktur kepemilikan pada nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel *intervening*. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *go-public* yang terdaftar pada bursa efek Jakarta tahun 2003 dengan tahun 2002 sebagai perbandingannya, kecuali untuk perusahaan perbankan dan lembaga keuangan lain serta perusahaan yang dimiliki pemerintah. Hal ini disebabkan perusahaan dengan regulasi tinggi seperti BUMN dan bank akan mempunyai *debt equity ratio* yang tinggi.

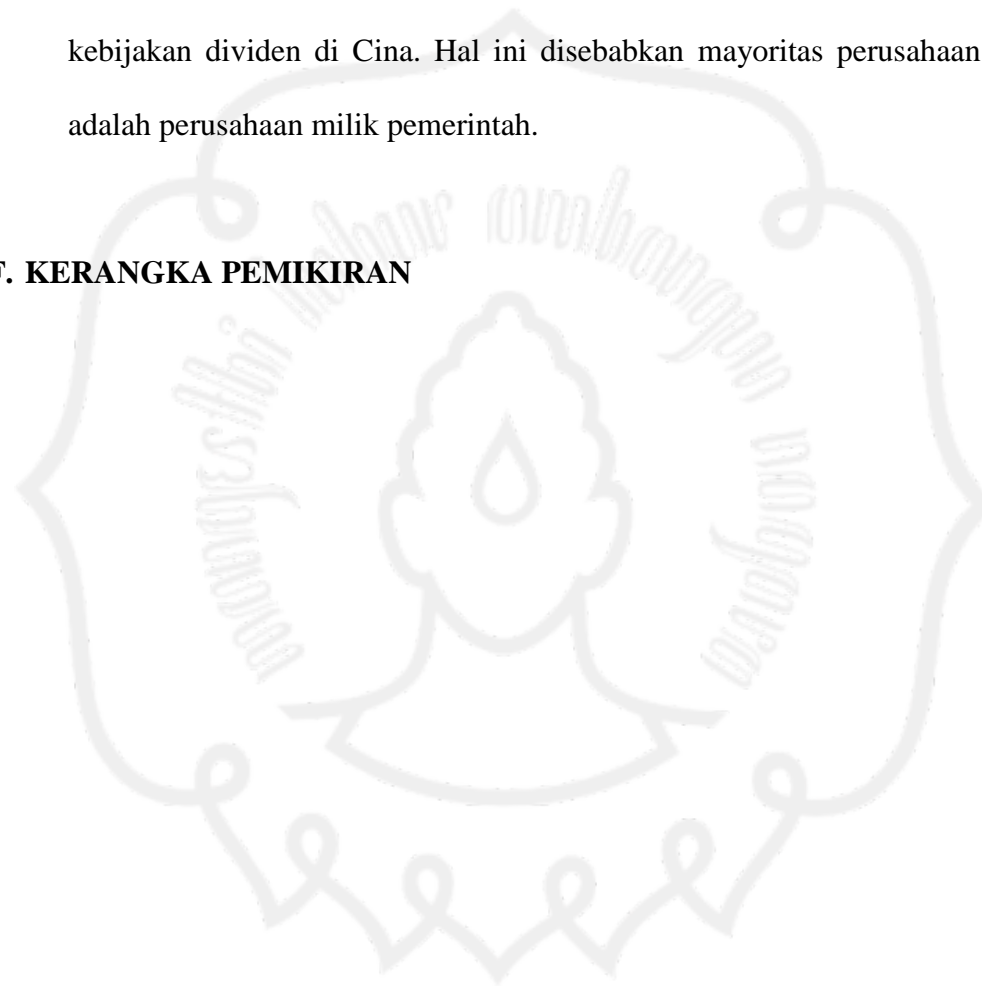
Jensen dan Meckling (dalam Wahyudi dan Prasetyaning, 2006) menyatakan hal ini sebanding dengan tingginya risiko yang melekat pada perusahaan tersebut daripada *non regulated firms*. Hasil penelitian Untung Wahyudi dan Hartini Prasetyaning (2006) menunjukkan struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Selanjutnya keputusan pendanaan berpengaruh pada nilai perusahaan.

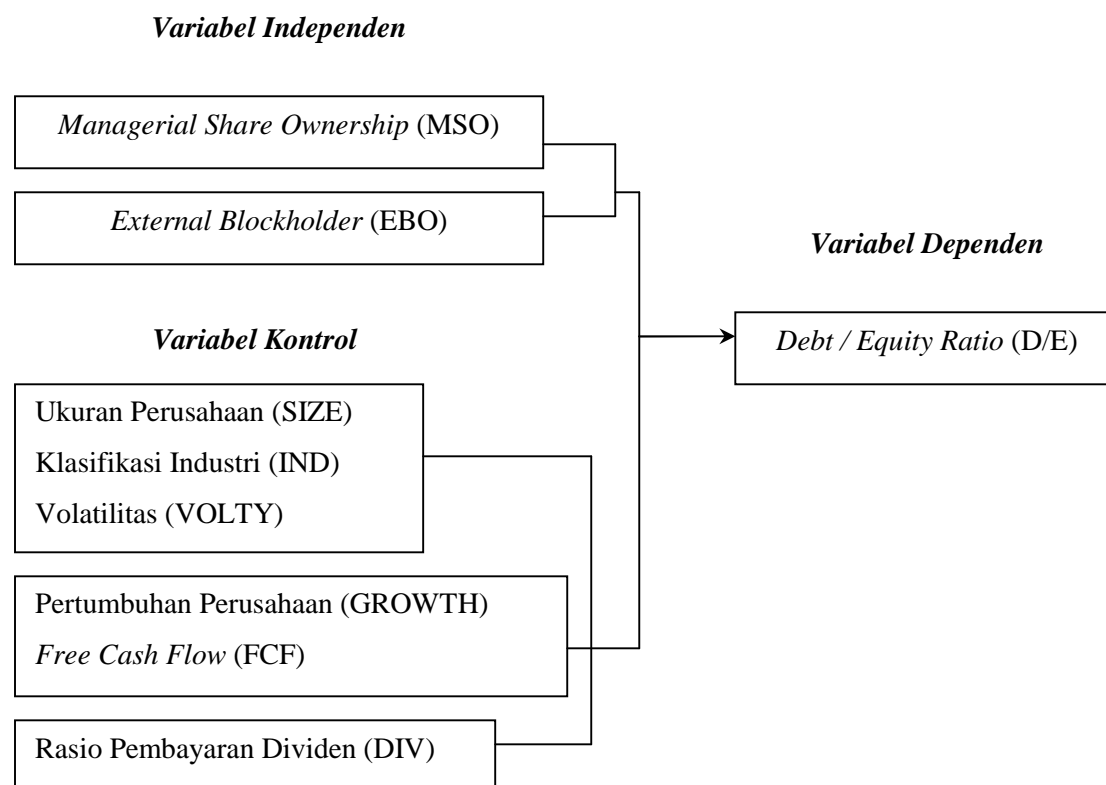
Bathala *et al.*, (1994) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang perusahaan dan kepemilikan manajerial. Penelitian

ini menggunakan metode *cross-sectional* dengan periode penelitian 1988. Hasil penelitian menunjukkan bahwa penggunaan hutang dan kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang negatif dan signifikan terhadap kepemilikan institusional. Hasil ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat menggantikan peran hutang sebagai *monitoring agent* dalam mengurangi *agency cost*. Hasil lain menyebutkan kepemilikan manajerial berhubungan negatif terhadap kepemilikan institusional.

Ferdinand A. Gul (1999) menyelidiki pengaruh kepemilikan pemerintah terhadap kebijakan pendanaan hutang dan kebijakan dividen di Cina. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan yang terdaftar di *Shanghai Stock Exchange* tahun 1990-1995. Penelitian menemukan bukti empiris bahwa kepemilikan pemerintah secara positif berpengaruh pada kebijakan pendanaan hutang dan kebijakan dividen di Cina. Hal ini disebabkan mayoritas perusahaan di Cina adalah perusahaan milik pemerintah.

F. KERANGKA PEMIKIRAN





GAMBAR II.1

KERANGKA PEMIKIRAN

Keterangan:

Dalam kerangka pemikiran diatas variabel-variabel yang mempengaruhi *debt equity ratio* yaitu kepemilikan manajerial (*Managerial Share Ownership*) dan kepemilikan eksternal (*External Blockholder*). Penelitian ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial pada rasio hutang ekuitas perusahaan dan pengaruh kepemilikan eksternal pada rasio hutang ekuitas perusahaan. Penelitian Wahidawati (2001) menunjukan bahwa kehadiran *managerial share ownership* dan *external blockholder* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt equity ratio*.

Dalam penelitian tentang struktur modal, selain dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, ada faktor-faktor lain yang juga mempengaruhi struktur modal perusahaan. Menurut Bringham dan Houston (2001) struktur modal juga dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, klasifikasi industri, volatilitas, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow*, dan pembayaran dividen. Oleh peneliti, variabel-variabel di atas dikategorikan sebagai variabel kontrol.

G. HIPOTESIS

1. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio* perusahaan

Penelitian Fried dan Lang (dalam Wahidawati, 2001) menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan *insider* akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peran hutang. Proporsi yang lebih besar dari kepemilikan manajerial dalam sebuah perusahaan mengakibatkan manajemen bertindak sesuai kepentingan *shareholder* (Ross *et al*, dalam Mahadwartha dan Jogyanto, 2002). Argumentasi ini menegaskan pentingnya kepemilikan manajerial sebagai kompensasi untuk mengurangi konflik keagenan. Jensen (1990) membuktikan pentingnya paket kompensasi seperti gaji dan bonus sebagai insentif untuk mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Teori keagenan mengargumentasikan bahwa kepemilikan manajerial bertindak sebagai *self-monitoring mechanism* dan juga sebagai *bond mechanism*. Kepemilikan manajerial mengikat kinerja manajemen secara individu terhadap nilai perusahaan (kinerja pemilik perusahaan).

Kebijakan hutang dan dividen juga akan mengurangi konflik antara *shareholder* dan manajemen dengan menyelaraskan kepentingan *shareholder* dan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976).

Fried dan Lang (dalam Mahadwartha dan Jogiyanto, 2002) menemukan bahwa kebijakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap struktur kepemilikan. Teori agensi mengargumentasikan bahwa *shareholder* lebih menitikberatkan *costs of certain mechanism* untuk mengurangi konflik keagenan. Jika kepemilikan manajerial meningkat, maka kesejahteraan personal manajemen juga akan meningkat mendekati kesejahteraan perusahaan. Hal ini akan mendorong manajemen mengurangi risiko kehilangan kesejahtraannya dengan mengurangi risiko finansial karena meningkatnya hutang.

H_1 : Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

2. Pengaruh kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* perusahaan

Bathala, Moon, dan Rao (dalam Wahidawati, 2001) menyatakan kepemilikan eksternal (institusional) yang besar akan dapat memonitor penggunaan hutang secara optimal. Pengawasan ini menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi kemungkinan risiko kebangkrutan. Penggunaan hutang yang tinggi menyebabkan risiko yang ditanggung perusahaan relatif tinggi juga. Namun dengan *high risk* diharapkan juga *high return* sehingga institusional

investor akan cenderung meningkatkan kepemilikan untuk memperoleh hasil optimal.

Penelitian Noronha, *et al* (dalam Wahidawati, 2001) menitik beratkan rasionalitas pengawasan dividen dan interaksi antara keputusan dividen dan struktur modal. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pada kondisi *low growth* dan *no blockholder dividend* merupakan mekanisme yang relevan untuk mengurangi masalah keagenan. Dengan demikian akan terjadi interaksi diantara keputusan dividen dan keputusan struktur modal. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak semua kondisi bahwa dividen itu relevan untuk meminimumkan masalah keagenan.

H_2 : Kepemilikan eksternal memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

3. Pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* perusahaan

Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan makin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi *agency cost*, sehingga perusahaan akan menggunakan dividen yang rendah. Dengan adanya kontrol yang kuat, menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk mengantisipasi *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Crutclley, dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Kim dan Sorenson (dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan dikuasai oleh *insider* menggunakan hutang dalam jumlah besar untuk

mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar, pihak *insider* ingin mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. *Supply hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* yang kecil sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Menurut Jensen dan Meckling (dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006), penggunaan hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Penggunaan hutang yang berlebihan akan meningkatkan *bankruptcy cost* sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan (Fried dan Lang, dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

H_3 : Kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal secara bersama-sama memiliki pengaruh yang negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.



BAB III

METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian

Penelitian ini bersifat survey data sekunder. Penelitian ini termasuk dalam tipe penelitian penjelasan (*explanatory research*) yang menyoroti hubungan variabel penelitian dan menguji hipotesis yang telah dirumuskan.

B. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan yang *listing* di BEJ khususnya perusahaan manufaktur yang *go-public* tahun 2000 sampai 2004.

Teknik pengambilan sampel adalah *purposive random sampling*. Kriteria yang digunakan untuk penentuan sampel adalah:

1. Merupakan perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di BEJ sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*.
2. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan tahunan untuk periode 2000 sampai 2004.
3. Sampel adalah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode pengamatan.
4. Perusahaan membagi dividen tunai selama periode pengamatan tahun 2000 sampai 2004.
5. Sampel harus memiliki dan mengeluarkan informasi tentang kepemilikan oleh manajemen dan kepemilikan eksternal.

C. Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder. Data yang digunakan dalam penelitian ini dikumpulkan dengan metode dokumentasi

terhadap laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2000 sampai tahun 2004. Untuk kepentingan analisis digunakan *data pooling (pooled data)*. Data diperoleh dari publikasi *JSX Statistics* dan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, yang memuat laporan keuangan perusahaan yang telah *go-public*. Untuk beberapa variabel, data yang ada masih merupakan data mentah yang tertuang dalam laporan keuangan perusahaan sehingga masih harus diolah untuk menjadi data siap pakai.

D. Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Ada beberapa variabel yang akan diuji. Skala yang digunakan adalah skala rasio. Variabel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Variabel Dependen

- a. Rasio hutang perusahaan : adalah rasio *book value of debt* (D/E) perusahaan i pada tahun t dengan *book value of equity* perusahaan i pada tahun t. *Book value of debt* adalah nilai hutang yang tercantum dalam laporan keuangan. *Book value of equity* adalah nilai ekuitas perusahaan yang tercantum dalam laporan keuangan. Dihitung dengan rumus :

$$D/E_{it} = \frac{\text{book value of debt}_{it}}{\text{book value of equity}_{it}}$$

2. Variabel Independen

- a. Kepemilikan eksternal (EBO) : adalah persentase kepemilikan pemegang saham eksternal diluar manajemen.
- b. Kepemilikan manajerial (MSO) : adalah persentase kepemilikan eksekutif dan direksi non-eksekutif yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan.

3. Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dipercaya cenderung seperti variabel independen dan peneliti berusaha mencari hubungan antara variabel kontrol bersama dengan variabel independen terhadap variabel dependen (*Social Science Research and Instructional Council, 2000*). Variabel yang digunakan untuk mengisolasi efek *equity ownership* pada struktur modal yaitu risiko (3 variabel), *agency cost* (2 variabel), dan pajak (1 variabel).

- a. Variabel yang digunakan untuk mengontrol risiko:

- 1). Ukuran Perusahaan : logaritma natural nilai buku aset total. Nilai (SIZE) buku aset total adalah nilai aset total yang tercatat dalam neraca tahun t.
- 2). Klasifikasi Industri : variabel *dummy* untuk klasifikasi industri. 1 (IND) untuk perusahaan industri dan 0 untuk perusahaan sumber daya alam.
- 3). Volatilitas saham : *deviasi standart* dari persentase perubahan (VOLTY) tahunan *return* saham tahun t. *Return* saham mengindikasikan risiko bisnis. Peningkatan volatilitas menurunkan permintaan hutang. *Return* saham dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan:

P_t : harga saham bulan t

P_{t-1} : harga saham sebelum bulan t

b. Variabel yang digunakan untuk mengontrol *agency cost*:

- 1). Pertumbuhan : persentase perubahan tahunan aset total (GROWTH) perusahaan i pada tahun t.
- 2). *Free cash flow* : merupakan kelebihan yang diperlukan untuk (FCF) mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Dihitung dengan

menggunakan rumus Ross *et.al* yaitu :

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan :

FCF_{it} = *free cash flow* perusahaan i pada tahun t

AKO_{it} = aliran kas operasi perusahaan i pada tahun t

PM_{it} = pengeluaran modal perusahaan i pada tahun t

NWC_{it} = modal kerja bersih perusahaan i pada tahun t

c. Variabel yang digunakan untuk mengontrol efek pajak:

- 1). *Dividen Payout Ratio* : Dividen menunjukkan besarnya laba perusahaan (DIV) i yang dibagikan kepada pemegang saham pada tahun t. Kebijakan dividen menggunakan proksi *dividend payout ratio* (DPR) yang diukur dengan persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, yang merupakan rasio antara dividen per lembar saham perusahaan i pada tahun t (DPS_{it}) dengan laba per lembar saham perusahaan i pada tahun t (EPS_{it}).

$$DPR_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

4. Metode Analisis Data

a. Perumusan Model

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian ini adalah *hierarchical regression analysis*. Analisis ini dimaksudkan untuk menguji pengaruh signifikan variabel-variabel kepemilikan manajerial, dan kepemilikan eksternal terhadap *debt to equity ratio* dengan menyertakan variabel-variabel kontrol. Adapun model yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 MSO_{it} + \beta_1 EBO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 IND_{it} + \beta_4 VOLTY_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 FCF_{it} + \beta_7 DIV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

D/E_{it}	: <i>Debt equity ratio</i> perusahaan i tahun t.
MSO_{it}	: Kepemilikan manajerial perusahaan i tahun t.
EBO_{it}	: Kepemilikan eksternal perusahaan i tahun t.
$SIZE_{it}$: Ukuran perusahaan perusahaan i tahun t.
IND_{it}	: Klasifikasi industri perusahaan i tahun t.
$VOLTY_{it}$: Volatilitas saham perusahaan i tahun t.
$GROWTH_{it}$: Pertumbuhan aset total perusahaan i tahun t.
FCF_{it}	: <i>Free cash flow</i> perusahaan i tahun t.
DIV_{it}	: <i>Dividen Payout Ratio</i> perusahaan i tahun t.
α_0	: Konstanta
$\beta_0 - \beta_7$: Koefisien regresi
ε_{it}	: <i>error term</i>

b. Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji normalitas data variabel terikat dan variabel bebas. Dalam penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan menggunakan model *One Sample Kolmogorov-Smirnov*.

c. Uji Asumsi Klasik

Selain pengujian-pengujian di atas, dalam penelitian ini juga dilakukan pengujian asumsi klasik, yang meliputi pengujian autokorelasi, multikolinieritas, dan uji heterokedastisitas.

1). Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu (seperti data *time series*) atau ruang (seperti data *cross sectional*). Uji yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi ini adalah uji Durbin-Watson. Panduan angka D-W (Durbin-Watson) untuk mendeteksi autokorelasi bisa dilihat dalam tabel D-W. Namun demikian kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut :

- a) Angka D-W di bawah -2 berarti ada autokorelasi positif.
- b) Angka D-W di antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi.
- c) Angka D-W di atas +2 berarti ada autokorelasi negatif

2). Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah suatu hubungan yang sempurna antara beberapa variabel bebas dalam model regresi. Uji ini dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila nilai VIF melebihi angka 10, maka disimpulkan telah

terjadi multikolinieritas sedangkan bila VIF di bawah 10 disimpulkan tidak terjadi multikolinieritas.

3). Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini, uji heterokedastisitas dimaksudkan untuk mengetahui dari semua variabel bebas mempunyai varian kesalahan pengganggu yang sama dalam model regresi atau tidak. Uji ini dilakukan dengan metode Glejser. Apabila nilai signifikan t masing-masing variabel independen melebihi nilai alpha yang telah ditetapkan, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

d. Pengujian Hipotesis

1). *Hierarchical Regression Analysis*

Hierarchical Regression Analysis adalah analisis regresi yang dilakukan dengan komposisi variabel yang berbeda yaitu ditambah setiap tingkat. Tujuannya adalah untuk melihat perbedaan tingkat pengaruh disetiap tingkat (*step*) pengujian. Menurut Alotaibi (2001) prosedur pengujiaannya adalah sebagai berikut :

- a). Variabel kontrol dimasukkan kedalam pengujian
- b). Variabel kontrol dan variabel utama dimasukkan kedalam pengujian, dilihat perubahan koefisien determinasi dan nilai signifikansi F-nya.

Dari prosedur pengujian diatas jika ditulis dalam bentuk persamaan adalah sebagai berikut:

- a). Prosedur pertama diperoleh persamaan pertama

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 \text{SIZE}_{it} + \beta_1 \text{IND}_{it} + \beta_2 \text{VOLTY}_{it} + \beta_3 \text{GROWTH}_{it} + \beta_4 \text{FCF}_{it} + \beta_5 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

b). Prosedur kedua diperoleh persamaan kedua

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 \text{MSO}_{it} + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{IND}_{it} + \beta_3 \text{VOLTY}_{it} + \beta_4 \text{GROWTH}_{it} + \beta_5 \text{FCF}_{it} + \beta_6 \text{LDIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

c). Prosedur ketiga diperoleh persamaan ketiga

$$D/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 \text{MSO}_{it} + \beta_1 \text{EBO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \beta_4 \text{VOLTY}_{it} + \beta_5 \text{GROWTH}_{it} + \beta_6 \text{FCF}_{it} + \beta_7 \text{DIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Kemudian dilakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu (uji t), uji koefisien regresi secara bersama (uji F), dan uji koefisien determinasi (uji R^2).

2). Pengujian Koefisien Regresi secara Parsial (uji t)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial atau individu mempunyai pengaruh terhadap variabel bebas lainnya atau tidak (Gujarati, 2003). Pengujiannya adalah sebagai berikut :

- a). H_0 diterima atau H_a ditolak apabila nilai signifikansi $t_{hitung} > 0,05$. Ini menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

- b). H_0 ditolak atau H_a diterima apabila nilai signifikansi $t_{hitung} < 0,05$. Ini menunjukkan bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen.

3). Pengujian Koefisien Regresi secara Bersama-sama (uji F)

Pengujian ini dilakukan untuk menguji variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen. Pengujiannya adalah sebagai berikut :

- a). H_0 diterima atau H_a ditolak apabila nilai signifikansi $F_{hitung} > 0,05$. Ini menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
- b). H_0 ditolak atau H_a diterima apabila nilai signifikansi $F_{hitung} < 0,05$. Ini menunjukkan bahwa variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

4). Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Uji ini digunakan untuk mengetahui persentase variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai R^2 besarnya antara 0 dan 1. R^2 dikatakan baik jika makin mendekati 1, sedangkan jika R -square 1 berarti variabel independen berpengaruh sempurna pada variabel dependen, sedangkan jika R -square 0, maka tidak ada pengaruh variabel independen pada dependen.

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan disajikan analisis terhadap data penelitian dan pengujian hipotesis yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya dengan menggunakan teknik-teknik analisis yang telah ditentukan. Sesuai dengan perumusan masalah dan tujuan penelitian yang telah dikemukakan bahwa tujuan dari penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* dengan menyertakan variabel-variabel kontrol. Variabel kontrol tersebut adalah ukuran perusahaan, klasifikasi industri, volatilitas saham, pertumbuhan asset total, *free cash flow*, dan *dividen payout ratio*. Metode analisis yang digunakan didasarkan pada model *hierarchical regression analysis* dan diproses dengan menggunakan bantuan program SPSS versi 12 for windows.

Analisis Data

Penelitian ini mengambil data dari sampel perusahaan-perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia yang membagikan dividen dari tahun 2000 sampai tahun 2004. Berdasarkan data yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) periode tahun 2001-2005 terdapat 228 perusahaan manufaktur yang membagikan dividen di BEJ. Peneliti menggunakan metode *purposive random sampling* untuk memperoleh sampel yang dianggap mampu mewakili populasi. Sampel tersebut dipilih berdasarkan kriteria:

1. Merupakan perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di BEJ sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*.
2. Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan tahunan untuk periode 2000 sampai 2004.
3. Sampel adalah perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta selama periode pengamatan.
4. Perusahaan membagi dividen tunai selama periode pengamatan tahun 2000 sampai 2004.
5. Sampel harus memiliki dan mengeluarkan informasi tentang kepemilikan oleh manajemen dan kepemilikan eksternal.

Dari keseluruhan populasi perusahaan manufaktur *go public* di Indonesia yang membagikan dividen, ditentukan secara *random* 175 unit observasi sebagai sampel dalam penelitian ini. Data populasi dan sample akan ditampilkan secara ringkas dalam tabel IV.1.

TABEL IV.1
POPULASI DAN SAMPEL

Tahun	Populasi Perusahaan Manufaktur	Populasi Perusahaan Manufaktur yang Membagi Dividen	Sampel
2000	155	46	35
2001	155	47	35
2002	155	46	35
2003	155	42	35
2004	155	47	35
Jumlah	775	228	175

Sumber : Data ICMD 2001-2005

Deskripsi Data

Pada subbab ini akan diberikan gambaran secara umum mengenai data *debt equity ratio*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal, serta ukuran perusahaan, klasifikasi industri, volatilitas saham, pertumbuhan asset total, *free cash flow*, dan *dividen payout ratio*. Gambaran tersebut dapat dilihat pada tabel IV.2. Tabel dibawah ini memberikan informasi secara ringkas mengenai nilai rata-rata, median, standar deviasi, serta nilai maksimum dan minimum dari data yang menjadi obyek penelitian.

TABEL IV.2
STATISTIK DESKRIPTIF SEBELUM TRANSFORMASI

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
D/E	175	0.02	6.82	1.0833	1.17072
MSO	175	0.00001	0.9622	0.315015	0.31647168
EBO	175	0.0378	1.0000	0.684986	0.3164733
SIZE	175	10.9374	16.1377	13.13082	1.0474744
IND	175	0	1	0.75	0.435
VOLTY	175	0.008	4.5076	0.230018	0.533599
GROWTH	175	-0.2404	35.8979	0.381477	2.7203514
FCF	175	-6640487	1692157	-340077	1133108.739
DIV	175	0.11	484.31	39.727	51.70456
Valid N (listwise)	175				

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Berdasarkan hasil perhitungan statistik deskriptif yang tercantum pada tabel IV.2, diketahui nilai rata-rata variabel *debt equity ratio* (D/E) sebesar 1,0833. Nilai terkecil variabel *debt equity ratio* dimiliki oleh PT Astra Otoparts Tbk pada tahun 2004 sebesar 0,02. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Eratex Djaja Tbk pada tahun 2000 sebesar 6,82.

Variabel *managerial share ownership* (MSO) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,315015. Ini menunjukkan perusahaan berusaha mengurangi *agency*

conflict dengan memberikan manajer kepemilikan saham sehingga manajer ikut menanggung akibat dan manfaat dari keputusan yang diambilnya.

Nilai terkecil variabel *managerial share ownership* (MSO) dimiliki PT Semen Gresik Tbk tahun 2000, 2001 dan 2004, PT Summiplast Interbenua Tbk tahun 2000, PT Merck Tbk tahun 2003, dan PT Dankos Laboratories Tbk tahun 2004. Semuanya sebesar 0.00001. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Intan Wijaya Internasional Tbk pada tahun 2003 dan 2004 sebesar 0,9622.

Variabel *external blockholder* (EBO) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,684986. Nilai terkecil variabel ini dimiliki PT Intan Wijaya Internasional Tbk pada tahun 2003 dan 2004 sebesar 0,0378. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Semen Gresik Tbk tahun 2000, 2001 dan 2004, PT Summiplast Interbenua Tbk tahun 2000, PT Merck Tbk tahun 2003, dan PT Dankos Laboratories Tbk tahun 2004. Semuanya sebesar 1,00.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar 13,13082. Nilai terkecil variabel ini sebesar 10,9374 dimiliki oleh PT Ekadharna Tape Industri Tbk pada tahun 2002. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk sebesar 16,1377 pada tahun 2003.

Variabel volatilitas saham (VOLTY) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,230018. Nilai terkecil variabel ini sebesar 0,008 dimiliki oleh PT Fast Food Indonesia Tbk pada tahun 2003. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Tembaga Mulia Semanan Tbk sebesar 4,5076 pada tahun 2000.

Variabel pertumbuhan (GROWTH) memiliki nilai rata-rata 0,381477. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Supreme Cable Manufacturing Tbk

pada tahun 2000 sebesar -0,2404. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Semen Gresik Tbk pada tahun 2000 sebesar 35,8979.

Variabel *free cash flow* (FCF) memiliki nilai rata-rata sebesar -340077. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk tahun 2004 sebesar -6640487. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2000 sebesar 1692157.

Variabel rasio pembayaran dividen (DIV) memiliki rata-rata sebesar 39,727. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Hexindo Adhiperkasa Tbk pada tahun 2000 sebesar 0,11. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Selamat Sentosa Tbk pada tahun 2002 sebesar 484,31.

Variabel klasifikasi industri memiliki nilai rata-rata 0,75. Karena merupakan variabel *dummy* maka variabel ini memiliki nilai terkecil 0 untuk perusahaan yang mengolah sumber daya alam. Sementara nilai terbesar variabel ini adalah 1 untuk perusahaan industri. Distribusi frekuensi variabel klasifikasi industri terdapat pada tabel IV.3

TABEL IV.3
DISTRIBUSI FREKUENSI KLASIFIKASI INDUSTRI

Jenis Perusahaan	Kode	Frekuensi	Persentase
Perusahaan Sumber Daya Alam	0	44	25,1 %
Perusahaan Industri	1	131	74,9 %
TOTAL		175	100 %

Sumber: data diolah

Tabel diatas menunjukkan dari 175 sampel perusahaan, terdapat 44 perusahaan atau 25,1 % perusahaan manufaktur mengolah sumber daya alam. Sedangkan 74,9 % atau 131 perusahaan manufaktur merupakan perusahaan industri.

Sedangkan gambaran secara umum mengenai data *debt equity ratio*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal, serta ukuran perusahaan, klasifikasi industri, volatilitas saham, pertumbuhan asset total, *free cash flow*, dan *dividen payout ratio* setelah transformasi ke dalam model logaritma natural terdapat pada tabel IV.4 dibawah ini.

TABEL IV.4
STATISTIK DESKRIPTIF SETELAH TRANSFORMASI

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LND/E	175	-3.91	1.92	-0.3670	0.97695
LNMSO	175	-11.510	-0.040	-3.14817	3.260987
LNEBO	175	-3.280	0.000	-0.54446	0.665488
SIZE	175	10.9374	16.1377	13.13082	1.0474744
IND	175	0	1	0.75	0.435
LNVOLTY	175	-4.828	1.506	-2.0918	0.54042
LNGROWTH	175	-14.5289	7.161358	-4.40407	2.672547
LNFCF	175	15.91	31.20	23.1716	2.81788
LNDIV	175	1.21	6.18	3.4491	0.69957
Valid N (listwise)	175				

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Berdasarkan hasil perhitungan statistik deskriptif yang tercantum pada tabel IV.4, diketahui nilai rata-rata variabel LND/E sebesar -0,3670. Nilai terkecil variabel LND/E dimiliki oleh PT Astra Otoparts Tbk pada tahun 2004 sebesar -3,91. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Eratex Djaja Tbk pada tahun 2000 sebesar 1,92.

Variabel LNMSO memiliki nilai rata-rata sebesar -3,14817. Nilai terkecil variabel ini dimiliki PT Semen Gresik Tbk tahun 2000, 2001 dan 2004, PT Summiplast Interbenua Tbk tahun 2000, PT Merck Tbk tahun 2003, dan PT Dankos Laboratories Tbk tahun 2004. Semuanya sebesar -11,510. Sedangkan

nilai terbesar variabel LNMSO dimiliki PT Intan Wijaya Internasional Tbk pada tahun 2003 dan 2004 sebesar -0,040.

Variabel LNEBO memiliki nilai rata-rata sebesar -0,54446. Nilai terkecil variabel ini dimiliki PT Intan Wijaya Internasional Tbk pada tahun 2003 dan 2004 sebesar -3,280. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Semen Gresik Tbk tahun 2000, 2001 dan 2004, PT Summiplast Interbenua Tbk tahun 2000, PT Merck Tbk tahun 2003, dan PT Dankos Laboratories Tbk tahun 2004. Semuanya sebesar 0,000.

Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sebesar 13,13082. Nilai terkecil variabel ini sebesar 10,9374 dimiliki oleh PT Ekadharna Tape Industri Tbk pada tahun 2002. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk sebesar 16,1377 pada tahun 2003.

Variabel LNVOLTY memiliki nilai rata-rata sebesar -2,0918. Nilai terkecil variabel ini sebesar -4,828 dimiliki oleh PT Fast Food Indonesia Tbk pada tahun 2003. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Tembaga Mulia Semanan Tbk sebesar 1.506 pada tahun 2000.

Variabel LNGROWTH memiliki nilai rata-rata -4,40407. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Merck Tbk pada tahun 2000 sebesar -14,5289. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Semen Gresik Tbk pada tahun 2000 sebesar 7,161358.

Variabel LNFCF memiliki nilai rata-rata sebesar 23,1716. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk tahun 2004 sebesar 15,91. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Indofood Sukses Makmur Tbk pada tahun 2000 sebesar 31,20.

Variabel LNDIV memiliki rata-rata sebesar 3,4491. Nilai terkecil variabel ini dimiliki oleh PT Hexindo Adhiperkasa Tbk pada tahun 2000 sebesar 1,21. Sedangkan nilai terbesar variabel ini dimiliki oleh PT Selamat Sentosa Tbk pada tahun 2002 sebesar 6,18.

Variabel klasifikasi industri memiliki nilai rata-rata 0,75. Karena merupakan variabel *dummy* maka variabel ini memiliki nilai terkecil 0 untuk perusahaan yang mengolah sumber daya alam. Sementara nilai terbesar variabel ini adalah 1 untuk perusahaan industri.

C. Pengujian Data dan Asumsi Klasik

1. Pengujian Normalitas Data

Uji yang digunakan untuk melihat normalitas data yaitu uji kolmogorov-smirnov. Jika signifikansi hitung (*p-value*) lebih besar dari 0,05, maka data dinyatakan berdistribusi normal.

Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan uji kolmogorov-smirnov dapat ditunjukkan pada tabel di bawah ini :

TABEL IV.5

HASIL UJI KOLMOGOROV- SMIRNOV SEBELUM TRANSFORMASI

Variabel	Nilai sig (<i>p-value</i>)	Kesimpulan
D/E	0.000	Tidak berdistribusi normal
MSO	0.000	Tidak berdistribusi normal
EBO	0.000	Tidak berdistribusi normal
SIZE	0.083	Berdistribusi normal
IND	0.000	Tidak berdistribusi normal
VOLTY	0.000	Tidak berdistribusi normal
GROWTH	0.000	Tidak berdistribusi normal
FCF	0.000	Tidak berdistribusi normal
DIV	0.000	Tidak berdistribusi normal

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Dari hasil pengujian dengan Uji Kolmogorov-Smirnov, hampir seluruh nilai signifikansi variabel kurang dari 0,05. Hanya variabel SIZE yang memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,083. Oleh karena itu, hanya variabel SIZE saja yang berdistribusi normal. Sedangkan variabel lain tidak berdistribusi normal.

Pada praktiknya, jarang bahkan tidak pernah dijumpai kumpulan data yang berdistribusi normal, namun demikian kurva normal dapat digunakan untuk kumpulan data yang distribusinya mendekati normal (Djarwanto PS, 1998). Jika ditemukan data yang tidak berdistribusi normal maka dapat digunakan beberapa cara untuk menormalkan data tersebut. Selain menambah data, dapat juga dilakukan metode *trimming* dan transformasi data kedalam bentuk logaritma atau logaritma natural (LN).

Metode *trimming* dapat ditempuh dengan membuang sampel yang memiliki sifat *outliers*, yaitu sampel yang memiliki nilai diluar batas normal ketika dibandingkan dengan data lain dalam sampel tersebut. Karena pada dasarnya penyebab data tidak berdistribusi normal adalah adanya beberapa item data yang bersifat *outliers*. Sedangkan dengan mentransformasi sampel kedalam bentuk log, diharapkan sampel awal dapat memenuhi batas nilai yang ditentukan. Pada penelitian ini peneliti memilih menggunakan metode transformasi ke bentuk logaritma natural.

Variabel yang diutamakan untuk berdistribusi normal dalam penelitian ini adalah variabel dependen yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* (D/E). Variabel dependen diutamakan normal karena pada

dasarnya nilai dari variabel dependen berasal dari nilai rata-rata variabel independennya.

Dalam penelitian ini tidak semua variabel ditransformasi ke dalam bentuk logaritma natural. Variabel tersebut adalah SIZE dan IND. Variabel SIZE tidak perlu dinormalkan sebab dalam definisi operasional variabel SIZE adalah logaritma natural asset total sehingga tidak perlu ditransformasikan lagi. Selain itu, variabel SIZE sudah berdistribusi normal. Sedangkan variabel IND juga tidak ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural sebab IND adalah variabel *dummy* dengan nilai nol dan satu. Bilangan nol tidak dapat ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural.

Variabel FCF dan GROWTH juga tidak dapat langsung ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural sebab ada bilangan yang memiliki nilai negatif sehingga tidak dapat ditransformasikan ke dalam bentuk logaritma natural. Oleh karena itu, sebelum ditransformasikan dalam bentuk logaritma natural, variabel FCF dan GROWTH dikuadratkan dahulu untuk menghilangkan nilai negatifnya. Setelah itu, hasil akar kuadrat variabel FCF dan GROWTH ditransformasi dalam bentuk logaritma natural. Hasil transformasi ke bentuk logaritma natural dapat dilihat dalam tabel IV.5.

TABEL IV.6

HASIL UJI KOLMOGOROV- SMIRNOV SETELAH TRANSFORMASI

Variabel	Nilai sig (<i>p-value</i>)	Kesimpulan
LND/E	0.272	Berdistribusi normal
LNMSO	0.000	Tidak berdistribusi normal
LNEBO	0.000	Tidak berdistribusi normal
SIZE	0.083	Berdistribusi normal
IND	0.000	Tidak berdistribusi normal
LNVOLTY	0.973	Berdistribusi normal
LNGROWTH	0.135	Berdistribusi normal
LNFCF	0.057	Berdistribusi normal
LNDIV	0.185	Berdistribusi normal

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Dari tabel IV.5 diperoleh nilai signifikansi variabel LND/E, SIZE, LNVOLTY, LNGROWTH, LNFCF, dan LNDIV lebih besar dari 0,05. Jadi variabel tersebut telah berdistribusi normal. Sedangkan variabel LNMSO dan LNEBO tetap tidak berdistribusi normal walaupun telah ditransformasikan ke bentuk logaritma natural. Akan tetapi bentuk logaritma natural kedua variabel ini tetap dipertahankan dalam pengujian selanjutnya karena berpengaruh dalam model yang digunakan untuk menguji hipotesis.

2. Pengujian Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas dengan mendasarkan pada nilai *tolerance* dan VIF. Apabila nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF kurang dari 10 maka tidak terdapat multikolinearitas dalam penelitian ini. Sebaliknya apabila nilai *tolerance* kurang dari 0,1 dan nilai VIF lebih besar dari 10 maka terdapat multikolinearitas.

1) Uji Multikolinearitas pada model regresi pertama

Model pertama persamaan regresi digunakan untuk menguji pengaruh variabel kontrol terhadap variabel LND/E. Pada model persamaan ini diperoleh nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) sebagai berikut:

TABEL IV.7.1**HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS MODEL PERTAMA**

Variabel	Tolerance	VIF
SIZE	0.732	1.367
IND	0.873	1.145
LNVOLTY	0.955	1.047
LNGROWTH	0.956	1.046
LNFCF	0.664	1.505
LNDIV	0.962	1.039

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Berdasar tabel IV.6.1, hasil nilai *tolerance* untuk semua variabel independen bernilai lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF untuk semua variabel independen bernilai kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat gejala multikolinearitas.

2) Uji Multikolinearitas pada model regresi kedua

Model kedua persamaan regresi digunakan untuk menguji pengaruh variabel LNMSO dan variabel kontrol terhadap variabel LND/E. Pada model persamaan ini diperoleh nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) sebagai berikut:

TABEL IV.7.2
HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS MODEL KEDUA

Variabel	Tolerance	VIF
LNMSO	0.855	1.170
SIZE	0.639	1.564
IND	0.873	1.145
LNVOLTY	0.955	1.047
LNGROWTH	0.955	1.047
LNFCF	0.636	1.573
LNDIV	0.946	1.057

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Berdasar tabel IV.6.2, hasil nilai *tolerance* untuk semua variabel independen bernilai lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF untuk semua variabel independen bernilai kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat gejala multikolinearitas.

3) Uji Multikolinearitas pada model regresi ketiga

Model ketiga persamaan regresi digunakan untuk menguji pengaruh variabel LNMSO, LNEBO, dan variabel kontrol terhadap variabel LND/E. Pada model persamaan ini diperoleh nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF) sebagai berikut

TABEL IV.7.3
HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS MODEL KETIGA

Variabel	Tolerance	VIF
LNMSO	0.538	1.866
LNEBO	0.574	1.778
SIZE	0.635	1.569
IND	0.873	1.146

LNVOLTY	0.967	1.048
LNGROWTH	0.953	1.073
LNFCF	0.635	1.575
LNDIV	0.942	1.058

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Berdasar tabel IV.5.3, hasil nilai *tolerance* untuk semua variabel independen bernilai lebih besar dari 0,1 dan nilai VIF untuk semua variabel independen bernilai kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi ini tidak terdapat gejala multikolinearitas

b. Uji Autokorelasi.

Untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dapat dilihat dari nilai Durbin-Watson. Jika hasil penelitian menunjukkan angka D-W berada di antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi (Santosa, 2001).

1) Uji Autokorelasi model regresi pertama

Berdasar perhitungan SPSS (lampiran) diperoleh nilai D-W (Durbin-Watson) sebesar 1.765. Maka dapat disimpulkan dalam model regresi pertama tidak terdapat adanya autokorelasi, karena nilai D-W berada diantara -2 sampai +2.

2) Uji Autokorelasi model regresi kedua

Berdasar perhitungan SPSS (lampiran) diperoleh nilai D-W (Durbin-Watson) sebesar 1.860. Maka dapat disimpulkan dalam model regresi kedua tidak terdapat adanya autokorelasi, karena nilai D-W berada diantara -2 sampai +2.

3) Uji Autokorelasi model regresi ketiga

Berdasar perhitungan SPSS (lampiran) diperoleh nilai D-W (Durbin-Watson) sebesar 1.930. Maka dapat disimpulkan dalam model regresi ketiga tidak terdapat adanya autokorelasi, karena nilai D-W berada diantara -2 sampai +2.

c. Uji Heteroskedastisitas

Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan Uji Glejser. Apabila nilai signifikansinya $> 0,05$ maka ada homoskedastisitas dan ini yang seharusnya terjadi, namun jika sebaliknya nilai signifikansinya $< 0,05$ maka terdapat heteroskedastisitas.

1) Uji Heteroskedastisitas model regresi pertama

Hasil pengujian dengan Uji Glejser menunjukkan nilai signifikansinya semua variabel $> 0,05$. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi pertama sehingga model regresi layak digunakan.

TABEL IV.8.1

HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS MODEL PERTAMA

Variabel	Sig.	Kesimpulan
SIZE	0.244	Homoskedastisitas
IND	0.136	Homoskedastisitas
LNVOLTY	0.428	Homoskedastisitas
LNGROWTH	1.000	Homoskedastisitas
LNFCF	0.101	Homoskedastisitas
LNDIV	0.520	Homoskedastisitas

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

2) Uji Heteroskedastisitas model regresi kedua

Hasil pengujian dengan Uji Glejser menunjukkan nilai signifikansinya semua variabel $> 0,05$. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi kedua sehingga model regresi layak digunakan.

TABEL IV.8.2

HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS MODEL KEDUA

Variabel	Sig.	Kesimpulan
LNMSO	0.145	Homoskedastisitas
SIZE	0.109	Homoskedastisitas
IND	0.742	Homoskedastisitas
LNVOLTY	0.600	Homoskedastisitas
LNGROWTH	0.633	Homoskedastisitas
LNFCF	0.055	Homoskedastisitas
LNDIV	0.057	Homoskedastisitas

Sumber : Hasil olahan data(lampiran)

3) Uji Heteroskedastisitas model regresi ketiga

Hasil pengujian dengan Uji Glejser menunjukkan nilai signifikansinya semua variabel $> 0,05$. Hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi ketiga sehingga model regresi layak digunakan

TABEL IV.8.3

HASIL UJI HETEROSKEDASTISITAS MODEL KETIGA

Variabel	Sig.	Kesimpulan
LNMSO	0.614	Homoskedastisitas
LNEBO	0.070	Homoskedastisitas
SIZE	0.102	Homoskedastisitas
IND	0.688	Homoskedastisitas
LNVOLTY	0.654	Homoskedastisitas
LNGROWTH	0.544	Homoskedastisitas
LNFCF	0.079	Homoskedastisitas
LNDIV	0.055	Homoskedastisitas

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Pengujian Hipotesis Penelitian

1. Pengujian Model Tahap Pertama

Setelah lolos pengujian asumsi klasik selanjutnya dilakukan pengujian seluruh model persamaan untuk menjawab permasalahan yang dihipotesiskan. Langkah pengujiannya berdasarkan *hierarchical regression analysis*. Pada tahap pertama ini dilakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh variabel kontrol terhadap variabel dependen. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan model regresi berikut ini :

$$\text{LND}/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0\text{SIZE}_{it} + \beta_1\text{IND}_{it} + \beta_2\text{LNVOLTY}_{it} + \beta_3\text{LNGROWTH}_{it} + \beta_4\text{LNFCF}_{it} + \beta_5\text{LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model pertama yang akan diuji adalah pengaruh variabel kontrol yaitu SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV terhadap LND/E. Pada tahap ini tidak terdapat hipotesis yang perlu diuji sebab tujuan variabel kontrol adalah memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Pada tahap ini akan diketahui besarnya pengaruh simultan variabel kontrol terhadap variabel dependen.

Hasil analisis regresi untuk pengujian model pertama, dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

TABEL IV.9.1
HASIL ANALISIS REGRESI UNTUK PENGUJIAN MODEL
PERTAMA

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Sig.
(Konstanta)	-2.663	1.031	-2.584	0.011
SIZE	0.249	0.077	3.248	0.001
IND	-0.231	0.169	-1.367	0.173
LNVOLTY	5.475E-02	0.130	0.421	0.675

LNGROWTH	8.548E-02	0.032	2.641	0.009
LNFCF	1.128E-02	0.030	0.377	0.707
LNDIV	-0.170	0.100	-1.693	0.092
<i>R Square</i>	: 0.168			
<i>Adjusted R Square</i>	: 0.138			
<i>Std. Error of The Estimate</i>	: 0.907116			
F	: 5.645			
F (Sig.)	: 0.000			
Variabel Dependen	: LND/E			

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Dari tabel IV.8.1 diperoleh nilai $F_{statistic}$ sebesar 5,645 dengan tingkat signifikansi 0.000. Karena nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka disimpulkan model ini layak memprediksi LND/E. Artinya ada pengaruh simultan antara variabel SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV terhadap LND/E.

Berdasarkan nilai R^2 dan $Adj. R^2$ sebagai pengukuran *goodness of fit* dan koefisien determinasi model persamaan regresi menunjukkan bahwa model pertama memiliki nilai $Adj. R^2$ sebesar 0,138 atau 13,8%. Hal ini menunjukkan bahwa 13,8% dari nilai variabel dependen yaitu LND/E dapat dijelaskan oleh SIZE, IND, LNVOLTY, FCF, dan LNDIV sedangkan sisa nilai variabel dependen yaitu sebesar 86,2% tidak dapat dijelaskan oleh persamaan regresi atau dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model analisis.

Dari seluruh variabel kontrol yang dimasukkan dalam regresi, SIZE dan LNGROWTH yang berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,001 dan 0,009 pada taraf 5%. Dengan tingkat signifikansi 0,001 dan 0,009 yang lebih kecil dari α (0,05) disimpulkan bahwa secara

parsial ukuran perusahaan dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan.

Variabel LNDIV tidak signifikan pada taraf 5% tetapi signifikan pada taraf 10%. Nilai signifikansi LNDIV sebesar 0,092 lebih besar dari 0,05 tetapi lebih kecil dari 0,10. Jadi rasio pembayaran dividen secara parsial mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan pada taraf signifikansi 10%. Sementara itu, variabel kontrol yang lain tidak signifikan karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05 atau 0,10.

2. Pengujian Model Tahap Kedua

Pada tahap kedua ini dilakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh variabel kontrol dan variabel independen pertama terhadap variabel dependen. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan model regresi berikut ini :

$$\text{LND}/E_{it} = \alpha_0 + \beta_0 \text{LNMSO}_{it} + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{IND}_{it} + \beta_3 \text{LNVOLTY}_{it} + \beta_4 \text{LNGROWTH}_{it} + \beta_5 \text{LNFCF}_{it} + \beta_6 \text{LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Model kedua yang akan diuji adalah pengaruh variabel kontrol yaitu SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV serta variabel independen pertama yaitu LNMSO terhadap LND/E. Pada model ini akan diuji hipotesis alternatif pertama pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

Hasil analisis regresi untuk pengujian model kedua, dapat dilihat dalam tabel berikut ini

TABEL IV.9.2

HASIL ANALISIS REGRESI UNTUK PENGUJIAN MODEL KEDUA

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Sig.
(Konstanta)	-3.579	0.992	-3.609	0.000
SIZE	0.378	0.077	4.882	0.000
IND	-0.248	0.160	-1.553	0.122
LNVOLTY	4.926E-02	0.123	0.401	0.689
LNGROWTH	9.000E-02	0.031	2.947	0.004
LNFCF	-1.674E-02	0.029	-0.580	0.563
LNDIV	-0.111	0.095	-1.169	0.244
LNMSO	9.933E-02	0.021	-4.678	0.000
<i>R Square</i>	: 0.264			
<i>Adjusted R Square</i>	: 0.233			
<i>Std. Error of The Estimate</i>	: 0.8555049			
F	: 8.566			
F (Sig.)	: 0.000			
Variabel Dependen	: LND/E			

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Dari tabel IV.8.2 diperoleh nilai $F_{statistic}$ sebesar 8,566 dengan tingkat signifikansi 0,000. Karena nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka disimpulkan model ini layak memprediksi LND/E. Artinya ada pengaruh

simultan antara variabel independen LNMSO dan variabel kontrol SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV terhadap LND/E.

Berdasarkan nilai R^2 dan $Adj. R^2$ sebagai pengukuran *goodness of fit* dan koefisien determinasi model persamaan regresi menunjukkan bahwa model kedua memiliki nilai $Adj. R^2$ sebesar 0,233 atau 23,3%. Hal ini menunjukkan bahwa 23,3% dari nilai variabel dependen yaitu LND/E dapat dijelaskan oleh variabel independen LNMSO dan variabel kontrol SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV sedangkan sisa nilai variabel dependen yaitu sebesar 76,7 % tidak dapat dijelaskan oleh persamaan regresi atau dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model analisis.

Jika dibandingkan dengan model pertama, nilai $Adj. R^2$ naik dari 0,138 atau 13,8% menjadi 0,233 atau 23,3%. Hal ini disebabkan penambahan variabel independen LNMSO. Selisih nilai $Adj. R^2$ model pertama dan kedua adalah 0,096 atau 9,6%. Artinya variabel LNMSO memberikan kenaikan pengaruh sebesar 10% terhadap LND/E pada model kedua ini.

Dari seluruh variabel yang dimasukkan dalam regresi variabel independen LNMSO serta variabel kontrol SIZE dan LNGROWTH yang berpengaruh signifikan terhadap LND/E pada taraf 5%. Variabel independen LNMSO berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,000. Variabel kontrol SIZE juga berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,000. Demikian juga variabel kontrol LNGROWTH yang berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,004. Dengan tingkat signifikansi yang lebih kecil dari α (0,05) maka secara

parsial kepemilikan manajerial perusahaan, ukuran perusahaan, pertumbuhan aset total perusahaan mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan.

Variabel independen LNMSO memiliki tingkat signifikansi 0,000. Angka 0,000 lebih kecil dari 0,05. Artinya variabel independen LNMSO memiliki pengaruh terhadap LND/E. Koefisien LNMSO bernilai -0,09933 yang berarti hubungan LNMSO terhadap LND/E adalah negatif.

Berdasarkan hasil analisis diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Artinya terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial perusahaan terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

3. Pengujian Model Tahap Ketiga

Pada tahap ketiga ini dilakukan pengujian untuk mengetahui pengaruh variabel independen pertama dan variabel independen kedua serta variabel kontrol terhadap variabel dependen. Pengujian terhadap hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan model regresi berikut ini :

$$\begin{aligned} \text{LND/E}_{it} = & \alpha_0 + \beta_0 \text{LNMSO}_{it} + \beta_1 \text{LNEBO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{IND}_{it} + \\ & \beta_4 \text{LNVOLTY}_{it} + \beta_5 \text{LNGROWTH}_{it} + \beta_6 \text{LNFCF}_{it} + \\ & \beta_7 \text{LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Model ketiga yang akan diuji adalah pengaruh variabel kontrol yaitu SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV serta variabel independen pertama yaitu LNMSO dan variabel independen kedua LNEBO terhadap LND/E. Pada model ini akan diuji hipotesis alternatif kedua yaitu pengaruh negatif kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* perusahaan. Selain itu juga akan diuji hipotesis alternatif ketiga yaitu pengaruh negatif

kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio* perusahaan secara bersama-sama.

Hasil analisis regresi untuk pengujian model ketiga, dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

TABEL IV.9.3
HASIL ANALISIS REGRESI UNTUK PENGUJIAN MODEL
KETIGA

Variabel	Koefisien	Std. Error	t	Sig.
(Konstanta)	-3.075	0.981	-3.136	0.002
SIZE	0.365	0.076	4.828	0.000
IND	-0.257	0.156	-1.649	0.101
LNVOLTY	3.765E-02	0.120	0.314	0.754
LNGROWTH	7.545E-02	0.030	2.502	0.013
LNFCF	-2.004E-02	0.028	-0.712	0.478
LNDIV	-0.107	0.093	-1.154	0.250
LNMSO	-0.149	0.026	-5.688	0.000
LNEBO	-0.409	0.132	-3.094	0.002
<i>R Square</i>	: 0.304			
<i>Adjusted R Square</i>	: 0.271			
<i>Std. Error of The Estimate</i>	: 0.8343554			
F	: 9.077			
F (Sig.)	: 0.000			
Variabel Dependen	: LND/E			

Sumber : Hasil olahan data (lampiran)

Dari tabel IV.8.3 diperoleh nilai $F_{statistic}$ sebesar 9,077 dengan tingkat signifikansi 0.000. Karena nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka disimpulkan model ini layak memprediksi LND/E. Artinya ada pengaruh simultan antara variabel independen LNMSO dan variabel independen LNEBO serta variabel kontrol SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV terhadap LND/E.

Berdasarkan nilai R^2 dan $Adj. R^2$ sebagai pengukuran *goodness of fit* dan koefisien determinasi model persamaan regresi menunjukkan bahwa model kedua memiliki nilai $Adj. R^2$ sebesar 0,271 atau 27,1%. Hal ini menunjukkan bahwa 27,1% dari nilai variabel dependen yaitu LND/E dapat dijelaskan oleh variabel independen LNMSO dan variabel independen LNEBO serta variabel kontrol SIZE, IND, LNVOLTY, LNFCF, dan LNDIV sedangkan sisa nilai variabel dependen yaitu sebesar 72,9 % tidak dapat dijelaskan oleh persamaan regresi atau dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak termasuk dalam model analisis.

Jika dibandingkan dengan model kedua, nilai $Adj. R^2$ naik dari 0,233 atau 23,3% menjadi 0,271 atau 27,1%. Hal ini disebabkan penambahan variabel independen LNEBO. Selisih nilai $Adj. R^2$ model kedua dan ketiga adalah 0,040 atau 4,0%. Artinya variabel LNEBO memberikan kenaikan pengaruh sebesar 4,0% terhadap LND/E pada model ketiga ini.

Dari seluruh variabel yang dimasukkan dalam regresi variabel independen LNMSO dan variabel independen LNEBO serta variabel kontrol SIZE dan

LNGROWTH yang berpengaruh signifikan terhadap LND/E pada taraf 5%. Variabel independen LNMSO berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,000. Variabel independen LNEBO juga berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,001. Sementara itu, variabel kontrol SIZE juga berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,000. Demikian juga variabel kontrol LNGROWTH yang berpengaruh signifikan terhadap LND/E dengan tingkat signifikansi 0,013. Dengan tingkat signifikansi yang lebih kecil dari α (0,05) maka secara parsial kepemilikan manajerial perusahaan, kepemilikan eksternal, ukuran perusahaan, pertumbuhan aset total perusahaan mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan.

Variabel independen LNEBO memiliki tingkat signifikansi 0,002. Angka 0,002 lebih kecil dari 0,05. Artinya variabel independen LNEBO memiliki pengaruh terhadap LND/E. Koefisien LNEBO bernilai -0,409 yang berarti hubungan LNEBO terhadap LND/E adalah negatif.

Berdasarkan hasil analisis diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 ditolak dan H_2 diterima. Artinya terdapat hubungan negatif antara kepemilikan eksternal perusahaan terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

Dari model ketiga ini juga diketahui nilai koefisien LNMSO dan LNEBO adalah negatif. Nilai koefisien LNMSO adalah -0,149 sedangkan nilai koefisien LNEBO adalah -0,409. Keduanya signifikan karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Artinya variabel independen LNMSO dan LNEBO memiliki pengaruh terhadap LND/E. Karena koefisien LNMSO dan LNEBO bernilai negatif sehingga hubungan LNMSO dan LNEBO

terhadap LND/E adalah negatif.

Berdasarkan hasil analisis diatas dapat ditarik kesimpulan bahwa H_0 ditolak dan H_3 diterima. Artinya terdapat pengaruh yang negatif antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal secara bersama-sama terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

Dari hasil regresi ketiga ini juga dapat diketahui bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *debt equity ratio* lebih besar daripada pengaruh kepemilikan eksternal terhadap *debt equity ratio*. Besarnya pengaruh dapat dilihat dari peningkatan *R-square* pada model regresi pertama, kedua, dan ketiga di tabel IV.8.4.

TABEL IV.9.4

PENINGKATAN NILAI R-SQUARE

Model	R ²	Adj. R ²	R ² Change	F	Sig. F Change
1	0,168	0,138	0,168	5,645	0,000
2	0,264	0,233	0,096	8,566	0,000
3	0,304	0,271	0,040	9,077	0,000

Sumber: Hasil olahan data (lampiran)

Dasi tabel diatas dapat diketahui kenaikan nilai *R-square* akibat dimasukkannya variabel kepemilikan manajerial pada model kedua adalah 9,6%. Kenaikan ini lebih besar daripada kenaikan nilai *R-square* akibat dimasukkannya variabel kepemilikan eksternal pada model ketiga yaitu 4,0%.

E. Pembahasan Hasil Penelitian

Dari hasil pengujian dengan uji F dapat disimpulkan bahwa semua model regresi yang diajukan dalam penelitian ini layak digunakan untuk melihat hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen serta variabel

kontrol. Berdasarkan analisis di atas, penelitian ini menghasilkan temuan-temuan sebagai berikut :

1. Temuan Model Regresi Tahap Pertama

Pada model regresi pertama ini akan dibahas pengaruh parsial variabel kontrol terhadap variabel dependen. Dari hasil perhitungan diperoleh hasil persamaan regresi pertama seperti dibawah ini :

$$\text{LND}/E_{it} = -2,663 + 0,249 \text{ SIZE}_{it} - 0,231 \text{ IND}_{it} + 0,05475 \text{ LNVOLTY}_{it} + 0,08548 \text{ LNGROWTH}_{it} + 0,01128 \text{ LNFCE}_{it} - 0,170 \text{ LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dari hasil perhitungan variabel ukuran perusahaan signifikan pada taraf 0,05. Hasil penelitian ini menunjukkan variabel SIZE pada industri manufaktur mempunyai pengaruh terhadap *debt equity ratio* perusahaan. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa SIZE mempunyai arah koefisien regresi positif dengan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,249. Artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 % maka *debt equity ratio* perusahaan akan meningkat sebesar 0,249 % dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Moh'd *et al* (1998). Menurut Moh'd *et al* (dalam Wahidawati, 2002) perusahaan cenderung untuk meningkatkan hutangnya karena perusahaan berkembang semakin besar. Perusahaan dengan ukuran perusahaan yang besar dapat dengan mudah mengakses pasar modal disebabkan perusahaan dengan ukuran perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan mendapatkan sumber dana.

Variabel pertumbuhan (LNGROWTH) signifikan pada taraf 5% dengan nilai signifikansi 0,009. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa LNGROWTH mempunyai arah koefisien regresi positif dengan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,08548. Artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan sebesar 1 % maka *debt equity ratio* perusahaan akan meningkat sebesar 0,08548% dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Pertumbuhan perusahaan adalah indikator profitabilitas dan keberhasilan perusahaan. Besarnya pertumbuhan aset total perusahaan menunjukkan ketersediaan dana internal untuk melakukan investasi. Akan tetapi hasil penelitian ini bertentangan dengan *pecking order theory* yang menyatakan peningkatan aset total akan mengurangi ketergantungan terhadap dana ekternal untuk membiayai aktivitas perusahaan. Hal ini disebabkan kondisi perusahaan manufaktur di Indonesia yang masih mengandalkan hutang untuk membiayai aktivitas perusahaan.

Variabel rasio pembayaran dividen (LNDIV) tidak signifikan pada taraf 5% tetapi signifikan pada taraf 10%. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa DIV mempunyai arah koefisien regresi negatif dengan *debt equity ratio* perusahaan sebesar -0,170. Artinya setiap kenaikan rasio pembayaran dividen 1 % maka *debt equity ratio* perusahaan akan turun sebesar 0,170% dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Menurut Easterbook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer. Hal ini mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh

modal baru sehingga mengurangi biaya keagenan. Ini sesuai dengan temuan dalam penelitian ini sebab jika perusahaan mengeluarkan semakin banyak dividen maka dana internal yang tersedia akan semakin sedikit sehingga perusahaan memerlukan hutang untuk membiayai aktivitas perusahaan.

2. Temuan Model Regresi Tahap Kedua

Dari hasil perhitungan diperoleh hasil persamaan regresi kedua seperti dibawah ini :

$$\begin{aligned} \text{LND}/E_{it} = & -3,579 - 0,09933\text{LNMSO}_{it} + 0,378 \text{SIZE}_{it} - 0,248 \text{IND}_{it} \\ & + 0,04926 \text{LNVOLTY}_{it} + 0,09 \text{LNGROWTH}_{it} \\ & - 0,01674 \text{LNFCF}_{it} - 0,111 \text{LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

- a. Kepemilikan manajerial mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan dan memiliki hubungan yang negatif

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap *debt equity ratio* perusahaan karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Koefisien regresi kepemilikan manajerial bernilai negatif sebesar - 0,09933. Hal ini berarti setiap kenaikan kepemilikan manajerial sebesar 1 % akan menurunkan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,09933 % dengan asumsi variabel lainnya konstan. Arah hubungan dan hasil pengujian antara kepemilikan manajerial dan *debt equity ratio* perusahaan sudah sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Moh'd *et al* (1998).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) jika manajer memiliki kepemilikan saham yang tinggi dalam perusahaan, maka manajer akan

mengurangi tingkat hutang secara optimal sehingga akan mengurangi biaya keagenan hutang.

Penelitian ini juga sudah sesuai dengan hasil penelitian Friend dan Lang (2002). Friend dan Lang (dalam Ismiyati dan Hanafi, 2003) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan hutang. Pada perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan penggunaan hutang, karena penggunaan hutang tinggi akan menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress* yang tinggi. Dalam membiayai investasi, manajer cenderung untuk menggunakan dana internal yang diperoleh dari laba ditahan (*retained earning*), alokasi untuk laba ditahan yang besar akan mengurangi dividen yang akan dibagikan.

- b. Pengaruh parsial variabel kontrol terhadap *debt equity ratio* perusahaan pada persamaan regresi kedua

Dalam regresi kedua ini variabel ukuran perusahaan dan pertumbuhan masih signifikan pada taraf signifikansi 0,05. Artinya meskipun terdapat variabel lain yang pengaruhnya cukup kuat terhadap *debt equity ratio* perusahaan, variabel ukuran perusahaan dan pertumbuhan masih merupakan faktor yang mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan.

Pada persamaan regresi kedua ini, nilai koefisien regresi variabel ukuran perusahaan sebesar 0,378. Artinya setiap kenaikan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 1% akan meningkatkan ukuran perusahaan 0,378 %. Sedangkan nilai koefisien regresi pertumbuhan adalah 0,09.

Artinya setiap kenaikan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan pertumbuhan aset total sebesar 0,09 % dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan (LNGROWTH) mempunyai arah koefisien regresi positif dengan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,09. Demikian juga dengan variabel ukuran perusahaan (SIZE). Artinya setiap kenaikan ukuran perusahaan dan pertumbuhan akan meningkatkan *debt equity ratio* perusahaan.

3. Temuan Model Regresi Tahap Ketiga

Dari hasil perhitungan diperoleh hasil persamaan regresi ketiga seperti dibawah ini :

$$\begin{aligned} \text{LND}/E_{it} = & -3,075 - 0,149 \text{LNMSO}_{it} - 0,409 \text{LNEBO}_{it} + 0,365 \text{SIZE}_{it} - 0,257 \\ & \text{IND}_{it} + 0,03765 \text{LNVOLTY}_{it} + 0,07545 \text{LNGROWTH}_{it} - 0,02004 \\ & \text{LNFCF}_{it} - 0,107 \text{LNDIV}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

- a. Kepemilikan eksternal mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan dan memiliki hubungan yang negatif

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis diperoleh bahwa kepemilikan eksternal memiliki pengaruh terhadap *debt equity ratio* perusahaan karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Koefisien regresi kepemilikan eksternal bernilai negatif sebesar -0,409. Hal ini berarti setiap kenaikan kepemilikan eksternal sebesar 1 % akan menurunkan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,409 % dengan asumsi variabel lainnya konstan. Arah hubungan dan hasil pengujian antara

kepemilikan manajerial dan *debt equity ratio* perusahaan sudah sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Moh'd *et al* (1998).

Hasil penelitian ini menunjukkan adanya para pemegang saham eksternal pada industri manufaktur di BEJ dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif, sehingga pihak manajemen akan bekerja untuk kepentingan para pemegang saham. Lebih jauh lagi, adanya *monitoring* yang efektif oleh pihak eksternal menyebabkan penggunaan hutang menurun sebab peranan hutang sebagai salah satu alat untuk mengawasi manajemen sudah diambil alih oleh pihak luar. Hal ini akan mengurangi *agency cost of debt*.

- b. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan dan memiliki hubungan yang negatif

Berdasarkan hasil regresi diperoleh bahwa nilai koefisien kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal sama-sama bernilai negatif yaitu -0,149 dan -0,409. Hal ini menunjukkan jika sebuah perusahaan terdapat oleh pihak manajemen dan pihak eksternal, maka keduanya akan mengurangi nilai *debt equity ratio* perusahaan.

Nilai koefisien regresi kepemilikan manajerial berubah dari -0,09933 menjadi -0,149. Jika hanya terdapat kepemilikan manajerial saja dalam perusahaan, setiap kenaikan kepemilikan manajerial sebesar 1 % akan menurunkan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,09933 % dengan asumsi variabel lainnya konstan. Sedangkan jika terdapat kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal dalam perusahaan maka setiap kenaikan kepemilikan manajerial sebesar 1 % akan

menurunkan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 0,149% dengan asumsi variabel lainnya konstan.

Menurut Wahidawati (2002), hal ini disebabkan pemilik eksternal sadar bahwa keberadaannya dapat mengawasi perilaku manajer termasuk penggunaan hutang oleh manajer secara efektif. Adanya pengawasan oleh pihak eksternal menyebabkan penggunaan hutang dibatasi. Hal ini akan membuat manajer enggan untuk menambah kepemilikannya dalam perusahaan.

Menurut Bathala *et al.*, (dalam Istiqomah, 2006) adanya pihak eksternal dalam sebuah perusahaan akan menyebabkan penggunaan hutang diawasi secara optimal. Pengawasan ini menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat yang rendah untuk mengantisipasi kemungkinan *financial distress* dan risiko kebangkrutan.

Menurut Jensen dan Meckling (dalam Wahidawati, 2002) salah satu mekanisme pemantauan yang digunakan untuk mengurangi *agency conflict* adalah dengan meningkatkan kepemilikan oleh pihak eksternal. Dengan kata lain bahwa peningkatan kepemilikan eksternal akan menggantikan peran manajer dalam rangka meminimumkan biaya keagenan dalam perusahaan.

Dari hasil *hierarchical regression analysis* diketahui bahwa kebijakan hutang dalam perusahaan lebih dipengaruhi oleh pihak manajemen. Ini terlihat dari nilai *R-square* kepemilikan manajerial sebesar 9,6% yang lebih tinggi dari nilai *R-square* kepemilikan eksternal yang hanya sebesar 4,0%. Hal ini sesuai dengan pendapat Weston *et al*

(2001) bahwa saat kepemilikan manajerial suatu perusahaan diatas 25% maka manajer menjadi *risk-averse*. Penyebabnya, dengan meningkatnya proporsi kepemilikan akan membuat kesejahteraan manajer meningkat sampai hampir menyamai kesejahteraan perusahaan sehingga manajer memiliki insentif yang lebih besar untuk melindungi keunggulan dan sasaran pribadi manajer. Sebagai tolok ukur, rata-rata kepemilikan manajerial pada perusahaan di Indonesia sebesar 31,50%.

Hal ini sesuai dengan pendapat Jensen dan Meckling (dalam Tarjo, 2005) bahwa dengan adanya kepemilikan saham yang lebih besar dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga pemegang saham memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga akan mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham.

- c. Pengaruh parsial variabel kontrol terhadap *debt equity ratio* perusahaan pada persamaan regresi ketiga

Dalam regresi ketiga ini variabel ukuran perusahaan dan pertumbuhan masih signifikan pada taraf signifikansi 0,05. Artinya meskipun terdapat variabel lain yang pengaruhnya cukup kuat terhadap *debt equity ratio* perusahaan, variabel ukuran perusahaan dan pertumbuhan masih merupakan faktor yang mempengaruhi *debt equity ratio* perusahaan.

Pada persamaan regresi ketiga ini, nilai koefisien regresi variabel ukuran perusahaan sebesar 0,365. Artinya setiap kenaikan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 1% akan meningkatkan ukuran perusahaan 0,365 %. Sedangkan nilai koefisien regresi pertumbuhan adalah 0,07545. Artinya setiap kenaikan *debt equity ratio* perusahaan sebesar 1 % akan meningkatkan pertumbuhan aset total sebesar 0,07545 % dengan asumsi variabel lainnya konstan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan analisis hasil penelitian dan pembahasan dan dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

1. Dari hasil *hierarchial regression analysis* model kedua dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan. Hal ini berarti kenaikan kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan menyebabkan penurunan *debt equity ratio* perusahaan.

2. Dari hasil *Hierarchical Regression Analysis* model ketiga dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan eksternal berpengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan. Hal ini berarti kenaikan kepemilikan eksternal dalam perusahaan akan menyebabkan penurunan *debt equity ratio* perusahaan.
3. Dari hasil *Hierarchical Regression Analysis* model ketiga dapat ditarik kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal bersama-sama berpengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan. Hal ini berarti kenaikan kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal dalam perusahaan akan menyebabkan penurunan *debt equity ratio* perusahaan.

B. Keterbatasan Penelitian

Penelitian yang dilakukan penulis memiliki kekurangan dan keterbatasan-keterbatasan penelitian antara lain :

1. Penelitian ini hanya menggunakan variabel kontrol ukuran perusahaan, klasifikasi industri, pertumbuhan, volatilitas saham, *free cash flow*, dan rasio pembayaran dividen. Variabel ini belum cukup mengontrol pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal terhadap *debt equity rasio* perusahaan. Dimungkinkan masih ada variabel lain yang lebih kuat pengaruhnya kontrolnya terhadap *debt equity rasio* perusahaan. Oleh karena itu sebaiknya untuk penelitian selanjutnya dapat

menggunakan variabel kontrol lain yang lebih dapat mengontrol pengaruh terhadap *debt equity ratio*.

2. Jumlah sampel pertahun sangat kecil. Sangat terbatasnya jumlah sampel penelitian ini mengakibatkan daya uji (*power of test*)-nya rendah, sehingga membuka peluang untuk dilakukannya kembali penelitian yang sama di masa mendatang dengan jumlah sampel penelitian yang lebih memadai dalam rangka memperkuat hasil penelitian. Oleh karena itu sebaiknya penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel yang lebih banyak untuk memperkuat hasil penelitian.
3. Perusahaan yang menjadi sampel merupakan perusahaan manufaktur dengan metode *purposive random sampling*, sehingga hasil penelitian ini tidak bisa digunakan untuk menggeneralisasi seluruh perusahaan di Indonesia. Oleh karena itu sebaiknya digunakan juga perusahaan selain dalam kategori perusahaan manufaktur agar dapat lebih menggambarkan keadaan di Indonesia.

C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian diatas, maka saran-saran yang diajukan adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan adanya kepemilikan oleh pihak manajer sebab akan menimbulkan pengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

2. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan adanya kepemilikan oleh pihak eksternal sebab akan menimbulkan pengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.
3. Perusahaan sebaiknya mempertimbangkan adanya kepemilikan oleh pihak manajerial dan eksternal sebab akan menimbulkan pengaruh negatif terhadap *debt equity ratio* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alotaibi, Adam G.. 2001. Antecedents of Organizational Citizenship Behavior Study of Public Personal in Kuwait. *Public Personel Management*, Vol.30, No. 3
- Bathala, C. T. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holdings; and Agency Perspective". *Financial Management* 23, 38-50
- Bathala, C.T., Moon, K.P., Rao, R.P. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective". *Financial Management*, Vol 23, No.3: 38-50.

- Brailsford, Timothy J., Oliver, Barry R., Pua, Sandra L. H. 2002. "On Relation Between Ownership Structure and Capital Structure". *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 42:1-26
- Brigham, E.F dan Houston, J.F.2001.*Fundamental of Financial Management*. Eight Edition. Jakarta : Erlangga.
- Djarwanto, PS. (1998). *Statistik Sosial Ekonomi*. Edisi 2. Yogyakarta : BPF.
- Easterbrook, Frank H. 1984. "Two Agency Cost Explanation of Devidends." *American Economics Review*. Vol. 74:650-659.
- Faisal. 2005. Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan, dan Mekanisme Corporate Governance. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 2:175-190.
- Fuad. 2005. Simultanitas dan *Trade-Off* Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran Dari Corporate Ownership. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*: 1-15
- Gujarati, Damodar.2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition. New York: MC. Graw-Hill Inc.Jakarta : Erlangga
- Gul, Ferdinand A., 1999. Government Share Ownership, Investment Opportunity Set, and Corporate Policy Choices in China. *Pasific-Basin Finance Journal* 7: 157-172
- Haryono, Slamet. 2003a. Tinjauan Deskriptif Penyajian Neraca di Jepang, Perancis, dan Indonesia. *Sosio Religia*. Link Sas, Vol 1 No. 7. Yogyakarta
- Ismiyati, Fitri dan Hanafi, M.Mamduh. 2003. " Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden:Analisis Persamaan Simultan." *Simposium Nasional Akuntansi VI*. pp. 260-276.
- Istiqomah, Suryandari. 2006. *Analisis Interdependensi Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen, dan Kepemeilikan Institusional dalam Teori Keagenan*. Skripsi Tidak Dipublikasikan. Surakarta: Fakultas Ekonomi UNS

- Jatiningrum, C. dan Rofiqoh, I. 2004. "Struktur Kepemilikan dan Manajemen Laba". *Simposium Dwi Tahunan The Center for Accounting and Management Development*. Universitas Teknologi Yogyakarta
- Jensen, Michael C., 1990. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American economic Review* 76, 323-329.
- _____, and Meckling, W. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3, 365-360
- Mahadwartha, P. Anom dan Hartono, Jogiyanto. 2002. "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen". *Simposium Nasional Akuntansi V*: 635-647
- Mak, Y.T., and Li, Yuan. 2000. Determinants Of Corporate Ownership And Board Structure: Evidence From Singapore". *Journal of Corporate Finance*
- Sanjaya, I. P. 2004. "Reaksi Pasar Terhadap Akrua Diskresioner Perusahaan-perusahaan Manufaktur di BEJ yang Membentuk Komite Audit Tahun 2001". *Simposium Dwi Tahunan The Center for Accounting and Management Development*. Universitas Teknologi Yogyakarta
- Santosa, Singgih. 2001. *SPSS Versi 10 : Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik*. Jakarta : PT. Elex Media Komputindo.
- Social Science Research and Instructional Council. 2000. *TRD-Glossary*. Available at: www.ssrlic.com/ssric-trdglossary.htm
- Sulistyanto, H. S. 2004. "Seasoned Equity Offerings: Pengujian Hubungan Asimetri Informasi dan Earning Managements". *Simposium Dwi Tahunan The Center for Accounting and Management Development*. Universitas Teknologi Yogyakarta
- Sunarto dan Kartika A. 2003. " Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.

Tarjo dan Jogiyanto. 2003. "Analisis *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Simposium Nasional Akuntansi VI* : 278-295

Wahidawati.2001. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Simposium Nasional Akuntansi VI* :1084-1107

_____. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* hal 1-16.

Wahyudi, Untung dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening". *Simposium Nasional Akuntansi IX* : 1-25



Lampiran

Statistik Deskriptif Data Sebelum Transformasi

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
D/E	175	.02	6.82	1.0833	1.17072
MSO	175	.00001	.96220	.3150154	.31647168
EBO	175	.0378	1.0000	.684986	.3164733
SIZE	175	10.9734	16.1377	13.130823	1.0474744
IND	175	0	1	.75	.435
VOLTY	175	.0080	4.5076	.230018	.5335990
GROWTH	175	-.2404	35.8979	.381477	2.7203514
FCF	175	-6640487	1692157	-340077	1133108.739
DIV	175	.11	484.31	39.7270	51.70456
Valid N (listwise)	175				

Statistik Deskriptif Data Setelah Transformasi

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LND/E	175	-3.91	1.92	-.3670	.97695
LNMSO	175	-11.510	-.040	-3.14817	3.260987
LNEBO	175	-3.280	.000	-.54446	.665488
SIZE	175	10.9734	16.1377	13.130823	1.0474744
IND	175	0	1	.75	.435
LNVOLTY	175	-4.8280	1.5060	-2.091771	.5404242
LNGROWTH	175	-14.5289	7.1614	-4.404070	2.6725470
LNFCF	175	15.91	31.20	23.1716	2.81788
LNDIV	175	1.21	6.18	3.4491	.69957
Valid N (listwise)	175				

Distribusi Frekuensi Variabel Klasifikasi Industri

Ind

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	44	25.1	25.1	25.1
	1	131	74.9	74.9	100.0
	Total	175	100.0	100.0	



UJI NORMALITAS DATA

SEBELUM TRANSFORMASI NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		D/E	MSO	EBO	SIZE	IND	VOLTY	GROWTH	FCF	DIV
N		175	175	175	175	175	175	175	175	175
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	1.0833	.3150154	.684986	13.130823	.75	.230018	.381477	-340077	39.7270
	Std. Deviation	1.17072	.31647167	.3164733	1.0474744	.435	.5335990	2.7203515	1133109	51.70456
Most Extreme Differences	Absolute	.190	.211	.211	.095	.467	.386	.432	.347	.242
	Positive	.190	.211	.160	.095	.282	.386	.432	.281	.242
	Negative	-.190	-.160	-.211	-.038	-.467	-.343	-.410	-.347	-.222
Kolmogorov-Smirnov Z		2.515	2.795	2.795	1.261	6.177	5.110	5.715	4.593	3.201
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.083	.000	.000	.000	.000	.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

SETELAH TRANSFORMASI NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		LND/E	LNMSO	LNEBO	SIZE	IND	LNVOLTY	LNGROWTH	LNFCF	LNDIV
N		175	175	175	175	175	175	175	175	175
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-.3670	-3.14817	-.54446	13.130823	.75	-2.0918	-4.40407	23.1716	3.4491
	Std. Deviation	.97695	3.260987	.665488	1.0474744	.435	.54042	2.672547	2.81788	.69957
Most Extreme Differences	Absolute	.075	.199	.207	.095	.467	.037	.088	.101	.082
	Positive	.049	.170	.207	.095	.282	.030	.049	.101	.082
	Negative	-.075	-.199	-.200	-.038	-.467	-.037	-.088	-.067	-.062
Kolmogorov-Smirnov Z		.998	2.629	2.734	1.261	6.177	.484	1.160	1.334	1.091
Asymp. Sig. (2-tailed)		.272	.000	.000	.083	.000	.973	.135	.057	.185

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

**DATA SAMPEL PERUSAHAAN MANUFAKTUR
TAHUN 2000-2004
(SEBELUM TRANSFORMASI)**

No	Tahun	Nama Perusahaan	Kode	D/E	MSO	EBO	SIZE	IND	VOLTY	GROWTH	FCF	DIV
1	2000	PT Aqua Golden Mississipi Tbk	AQUA	1.43	0.7535	0.2465	12.7397	0	0.2967	0.5726	17292	0.76
2	2000	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.78	0.5830	0.4170	12.8649	1	0.1052	0.2647	-59377	13.97
3	2000	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	1.25	0.7900	0.2100	12.1377	1	0.2664	0.3851	36591	18.79
4	2000	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	3.10	0.4800	0.5200	13.3054	1	0.2154	0.1802	1692157	25.51
5	2000	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	1.02	0.7594	0.2406	12.9799	1	0.0588	0.0574	137649	18.37
6	2000	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.77	0.6680	0.3320	13.2933	1	0.1748	0.3425	-5958710	42.89
7	2000	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	1.23	0.0655	0.9345	15.9585	1	0.1366	0.3130	-2883303	160.17
8	2000	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	6.82	0.1850	0.8150	13.1519	1	0.0963	0.4854	-229433	46.15
9	2000	PT Roda Vivatex Tbk	RDTX	0.23	0.7599	0.2401	12.6670	1	0.0639	-0.0089	44064	19.52
10	2000	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	1.53	0.2100	0.7900	11.6595	1	0.0618	0.2252	-38610	17.95
11	2000	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.67	0.0027	0.9973	12.2445	1	0.1154	0.3700	-22271	72.88
12	2000	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	1.49	0.3528	0.6472	12.5429	0	0.3406	0.5375	-63738	30.34
13	2000	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	1.02	0.0364	0.9636	13.4595	1	0.1300	0.1752	-303350	20.99
14	2000	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	0.33	0.7280	0.2720	10.9751	1	0.0910	0.0669	-22239	55.03
15	2000	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	0.23	0.5113	0.4887	11.9304	1	0.0638	0.2884	-70008	25.21
16	2000	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	1.21	0.4990	0.5010	12.3399	1	0.1138	0.3368	212144	39.93
17	2000	PT Summitplast Interbenua Tbk	SMPL	0.84	0.0000	1.0000	12.2284	1	0.1920	0.4989	-2854	195.39
18	2000	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	1.51	0.0000	1.0000	15.8308	0	0.0717	35.8979	-275886	40.00
19	2000	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.25	0.0018	0.9982	11.5590	0	0.0805	0.1230	-38869	79.67
20	2000	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	6.04	0.3593	0.6407	13.1419	0	4.5076	0.2344	49625	20.72
21	2000	PT Kedaung Indah Can Tbk	KICI	0.71	0.0731	0.9269	12.2605	0	0.1324	0.2210	-32615	39.95
22	2000	PT Komatsu Indonesia Tbk	KOMI	0.09	0.0010	0.9990	13.2820	1	0.0957	0.1330	-338098	27.29
23	2000	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	0.26	0.0009	0.9991	12.8794	0	0.3639	0.1219	-91547	31.26
24	2000	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	1.09	0.2895	0.7105	12.9551	0	0.2153	-0.2404	55231	3.35
25	2000	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL	0.80	0.0826	0.9174	12.8971	1	0.1613	0.9306	-175623	24.40
26	2000	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	0.16	0.0010	0.9990	11.7500	1	0.0990	1.7738	-87066	115.20
27	2000	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	0.62	0.8500	0.1500	12.9145	0	0.0816	0.1671	-81454	11.01
28	2000	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	2.53	0.2319	0.7681	12.9042	1	0.0980	0.0925	-246825	0.11

29	2000	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	0.82	0.6802	0.3198	13.1803	1	0.1392	0.7448	-214378	25.08
30	2000	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	1.83	0.6682	0.3318	13.5927	1	0.2982	1.1884	-458387	80.82
31	2000	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	2.00	0.0000	1.0000	13.0853	1	0.1307	0.1980	-87831	39.21
32	2000	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	0.36	0.0007	0.9993	14.1720	1	0.0980	0.3188	-355091	19.41
33	2000	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.38	0.0093	0.9907	12.7176	1	0.1806	0.3511	-105841	44.13
34	2000	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.22	0.7093	0.2907	12.5368	1	0.1316	0.2295	-113961	51.04
35	2000	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	0.58	0.0001	0.9999	14.6281	1	0.2894	0.2411	-289553	64.74
36	2001	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	2.11	0.7535	0.2465	13.1492	0	0.2255	0.5061	81888	17.13
37	2001	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.35	0.5830	0.4170	12.7554	1	0.0369	-0.1038	-88075	14.36
38	2001	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	1.02	0.7900	0.2100	12.2561	1	0.0308	0.1258	39393	18.96
39	2001	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	2.64	0.4800	0.5200	13.4031	1	0.0828	0.0338	1611292	30.67
40	2001	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	0.77	0.7594	0.2406	13.1573	1	0.1914	0.1941	39306	82.61
41	2001	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.64	0.6680	0.3320	13.4642	1	0.0843	0.2402	-6079125	27.65
42	2001	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	1.28	0.0672	0.9328	16.0637	1	0.2564	0.1109	-3587245	11.78
43	2001	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	5.57	0.2441	0.7559	13.0368	1	0.1663	-0.1088	-103073	22.42
44	2001	PT Evershine Tex Tbk	ESTI	0.89	0.5206	0.4794	13.5160	1	0.1544	-0.0769	-135000	13.40
45	2001	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	1.59	0.2100	0.7900	11.9737	1	0.1690	0.3692	-44896	21.22
46	2001	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.57	0.0028	0.9972	12.3145	1	0.0701	0.0725	-3451	30.72
47	2001	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	1.82	0.3528	0.6472	12.7259	0	0.0873	0.2008	-22429	37.18
48	2001	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	0.96	0.0364	0.9636	13.5448	1	0.2191	0.0891	-238102	24.69
49	2001	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	0.28	0.7280	0.2720	10.9973	1	0.1046	0.0224	-20208	67.35
50	2001	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	0.16	0.6873	0.3127	11.9972	1	0.1447	0.0691	-82394	28.58
51	2001	PT Dynaplast Tbk	DYNA	0.91	0.0003	0.9997	13.0830	1	0.1652	0.1934	25370	45.19
52	2001	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	1.39	0.5113	0.4887	12.4311	1	0.0896	0.0955	-31010	26.15
53	2001	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	1.77	0.0000	1.0000	15.9861	0	0.1955	0.1680	197500	50.00
54	2001	PT Beton Jaya Manunggal Tbk	BTON	0.66	0.6388	0.3612	12.7046	0	0.1236	0.2918	53253	0.36
55	2001	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.17	0.0018	0.9982	11.5139	0	0.0997	-0.0441	-54073	26.61
56	2001	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	5.92	0.3593	0.6407	13.3373	0	0.1889	0.2158	-27482	9.47
57	2001	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	2.33	0.1727	0.8273	12.2601	0	0.0705	0.1898	-104664	0.26
58	2001	PT Komatsu Indonesia Tbk	KOMI	0.12	0.0010	0.9990	13.3369	0	0.1312	0.0564	-149685	27.24
59	2001	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	0.20	0.0009	0.9991	12.8817	0	0.0753	0.0023	-107349	21.14
60	2001	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	1.41	0.2967	0.7033	13.0809	0	0.1106	0.1340	-26056	45.75
61	2001	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL	0.73	0.0041	0.9959	13.1947	1	0.2264	0.3466	-254128	20.28
62	2001	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	0.13	0.0010	0.9990	11.8289	1	0.1232	0.0821	-39656	92.75
63	2001	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	0.51	0.8500	0.1500	12.8741	0	0.0346	-0.0396	-70673	41.96

64	2001	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	0.71	0.6802	0.3198	13.2482	1	0.0656	0.0702	-139879	42.78
65	2001	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	2.07	0.6682	0.3318	13.9226	1	0.3444	0.3908	-620394	19.32
66	2001	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	1.82	0.0001	1.0000	13.2508	1	0.1564	0.1799	-177762	30.26
67	2001	PT Merck Tbk	MERK	0.28	0.7400	0.2600	11.9998	1	0.0773	0.2547	-57436	31.77
68	2001	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	0.31	0.0010	0.9990	14.3247	1	0.1058	0.1650	-548405	56.80
69	2001	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.18	0.7093	0.2907	12.5948	1	0.2231	0.0597	-163102	74.74
70	2001	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	0.55	0.0001	0.9999	14.8021	1	0.0866	0.1901	-10679	30.11
71	2002	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	1.47	0.7535	0.2465	13.1934	0	0.1077	0.0452	95944	17.12
72	2002	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.29	0.5830	0.4170	12.8153	1	0.2695	0.0618	-108580	14.29
73	2002	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	0.79	0.7900	0.2100	12.4065	1	2.6316	0.1623	38104	18.96
74	2002	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	3.16	0.4683	0.5317	13.5699	1	0.1562	0.1751	-3291030	32.74
75	2002	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	0.68	0.7594	0.2406	13.0712	1	0.1613	-0.0825	79139	76.72
76	2002	PT Ultrajaya Milk Industries&Trading Co. Tbk	ULTJ	0.94	0.2611	0.7389	13.8334	1	0.0725	0.0489	-197036	50.93
77	2002	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.59	0.6680	0.3320	13.6272	1	0.1305	0.1491	-5356208	27.66
78	2002	PT H M Sampoerna Tbk	HMSM	0.89	0.0269	0.9731	16.0996	1	0.1345	0.0366	-2897796	13.46
79	2002	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	4.73	0.1961	0.8039	12.9449	1	0.1474	-0.0878	-126835	22.91
80	2002	PT Evershine Tex Tbk	ESTI	0.71	0.5206	0.4794	13.4074	1	0.0421	-0.1028	13491	270.18
81	2002	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	0.92	0.4725	0.5275	11.8554	1	0.2612	-0.1116	-80894	7.14
82	2002	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.41	0.0024	0.9976	12.2553	1	0.1687	-0.0576	-34902	30.91
83	2002	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	2.18	0.3528	0.6472	12.9076	0	0.1859	0.1993	-49206	27.11
84	2002	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	1.27	0.0364	0.9636	13.7127	1	0.1110	0.1828	-405363	20.05
85	2002	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC	1.36	0.4712	0.5288	14.4337	1	0.1345	-0.1609	-68675	128.24
86	2002	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	0.20	0.7282	0.2718	10.9734	1	0.0941	-0.0236	-27391	53.69
87	2002	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	0.18	0.6873	0.3127	12.0080	1	0.1233	0.0108	-71238	34.02
88	2002	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	1.07	0.0006	0.9994	12.0111	0	0.1484	0.0937	-30555	14.70
89	2002	PT Dynaplast Tbk	DYNA	0.65	0.0365	0.9635	13.1746	1	0.1617	0.0959	65565	38.73
90	2002	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	0.95	0.5113	0.4887	12.3782	1	0.1883	-0.0515	-12152	17.01
91	2002	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.15	0.0018	0.9982	11.5923	0	0.0884	0.0816	-54653	30.66
92	2002	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	4.23	0.3593	0.6407	13.2521	0	0.1115	-0.0817	-27572	8.72
93	2002	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	1.20	0.1046	0.8954	12.4152	1	0.0752	0.1150	43780	0.30
94	2002	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	0.71	0.2967	0.7033	12.9840	1	0.0739	-0.0924	-114525	16.76
95	2002	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	0.16	0.0012	0.9988	11.8384	0	0.2514	0.0095	-32819	86.60
96	2002	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	0.43	0.8500	0.1500	12.8607	1	0.6909	-0.0133	-57976	40.46
97	2002	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	0.68	0.0447	0.9553	13.2770	0	0.0678	0.0292	-103448	484.31
98	2002	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	1.64	0.4747	0.5253	13.9210	1	0.2322	-0.0016	-83511	30.36

99	2002	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	2.59	0.0800	0.9200	13.3673	1	0.2706	0.1219	-127685	0.34
100	2002	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	1.38	0.0001	0.9999	13.4014	1	0.1440	0.1626	-149501	19.17
101	2002	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	0.53	0.0097	0.9903	13.8533	1	0.1358	-0.0979	-408108	300.07
102	2002	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	0.28	0.0073	0.9928	14.4119	1	0.1551	0.0911	-649352	56.91
103	2002	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.17	0.0109	0.9891	12.7827	1	0.0960	-0.0044	-46624	40.27
104	2002	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	0.21	0.7126	0.2874	12.5830	1	0.3073	-0.0118	-176227	75.34
105	2002	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	0.53	0.0001	0.9999	14.9443	1	0.0886	0.1528	-116268	39.00
106	2003	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	0.92	0.9099	0.0901	13.1679	0	0.0562	-0.0251	-81194	16.65
107	2003	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.24	0.5830	0.4170	12.8964	1	0.0614	0.0844	-172017	14.88
108	2003	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	0.69	0.7900	0.2100	12.5446	1	0.0080	0.1481	38862	19.68
109	2003	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	2.74	0.5153	0.4847	13.2439	1	0.1154	0.0038	-2049575	43.81
110	2003	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	0.80	0.7594	0.2406	13.0878	1	0.0601	0.0168	82235	78.05
111	2003	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.58	0.6680	0.3320	13.1085	1	0.1084	0.1221	-4889785	31.39
112	2003	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	0.77	0.0269	0.9731	16.1377	1	0.0996	0.0388	-3554698	38.38
113	2003	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	0.53	0.3463	0.6537	11.6289	1	0.2598	-0.2027	-35068	32.98
114	2003	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	0.47	0.0020	0.9980	12.3556	1	0.1536	0.1056	-41322	21.71
115	2003	PT Aneka Kimia Raya Corporindo Tbk	AKRA	0.47	0.0048	0.9952	14.2601	1	0.2259	1.5371	-181839	19.31
116	2003	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2.08	0.0364	0.9636	14.0215	1	0.2071	3.0647	-545023	20.40
117	2003	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC	1.68	0.4665	0.5335	14.6294	1	0.1790	0.2161	-613088	29.95
118	2003	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	0.10	0.0858	0.9142	11.8266	1	0.1137	0.0895	-67151	24.81
119	2003	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	0.22	0.7282	0.2718	11.0158	1	0.1005	0.0433	-29187	10.30
120	2003	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	0.17	0.9622	0.0378	12.0384	1	0.1247	0.0308	-83639	42.13
121	2003	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	0.73	0.0003	0.9997	14.2120	0	0.1916	0.0787	-114728	21.26
122	2003	PT Trias Sentosa Tbk	TRST	0.78	0.1798	0.8202	14.3437	0	0.1219	0.1140	25673	16.52
123	2003	PT Beton Jaya Manunggal Tbk	BTON	0.08	0.0958	0.9042	12.9356	0	0.2164	-0.0662	-3140	17.28
124	2003	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.19	0.0018	0.9982	11.7005	0	0.1135	0.1142	-67352	38.18
125	2003	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	3.88	0.4103	0.5897	13.2328	0	0.1199	-0.0191	-42370	23.07
126	2003	PT Kedaung Indah Can Tbk	KICI	0.59	0.0728	0.9272	12.0865	0	0.1292	-0.1256	-31268	0.21
127	2003	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	0.94	0.1354	0.8646	12.4216	1	0.2015	0.0064	44259	0.35
128	2003	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	1.16	0.2967	0.7033	13.2353	1	0.0282	0.2857	-66046	47.44
129	2003	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	0.20	0.0012	0.9988	11.9043	1	0.0278	0.0682	-62135	143.49
130	2003	PT Astra Internasional Tbk	ASII	1.19	0.0009	0.9991	13.0476	1	0.1464	0.0465	1246286	15.52
131	2003	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	0.64	0.0001	0.9999	14.4871	1	0.1030	0.0233	438576	0.18
132	2003	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	0.47	0.8500	0.1500	12.8797	0	0.0627	0.0192	-50692	41.32
133	2003	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	0.59	0.0448	0.9552	13.3576	1	0.2433	0.0839	-204901	94.90

134	2003	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	2.16	0.4747	0.5253	14.2110	1	0.1022	0.3364	-655597	20.64
135	2003	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	1.10	0.0067	0.9933	13.6253	1	0.1500	0.2509	-288820	7.11
136	2003	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	0.81	0.0097	0.9903	14.1280	1	0.1071	0.3160	-44430	0.39
137	2003	PT Merck Tbk	MERK	0.26	0.0000	1.0000	12.2077	1	0.0789	0.1624	-50690	62.00
138	2003	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	0.25	0.0006	0.9994	14.4799	1	0.0859	0.0698	-787258	11.85
139	2003	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.13	0.0181	0.9819	12.8645	1	0.0899	0.5091	-104365	41.19
140	2003	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	0.63	0.0001	0.9999	15.0441	1	0.2796	0.1049	-81194	47.07
141	2004	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	0.87	0.9099	0.0901	13.4167	0	0.1249	0.2825	-189481	16.95
142	2004	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	0.29	0.5830	0.4170	13.0283	1	2.7838	0.1411	-114237	14.48
143	2004	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	0.66	0.7500	0.2500	12.6843	1	0.1983	0.1500	70285	22.40
144	2004	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	2.50	0.5153	0.4847	13.3380	1	0.0554	0.0235	-399603	44.96
145	2004	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	0.61	0.3293	0.6707	14.0629	1	0.1374	-0.0032	-418569	25.00
146	2004	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	1.11	0.7594	0.2406	13.2328	1	0.0648	0.1561	122558	73.25
147	2004	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	0.69	0.6680	0.3320	13.6822	1	0.0665	0.1876	-6640487	53.74
148	2004	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	1.31	0.0202	0.9798	13.6822	1	2.9870	0.1339	-1450278	60.51
149	2004	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	3.10	0.2832	0.7168	13.6030	0	0.1703	0.5285	-38034	30.15
150	2004	PT Aneka Kimia Raya Corporindo Tbk	AKRA	0.78	0.0014	0.9986	14.3404	1	0.1597	0.0836	-20251	32.79
151	2004	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	1.97	0.0364	0.9636	14.1697	1	0.1365	0.1597	-194278	25.54
152	2004	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	0.28	0.0790	0.9210	11.9208	1	0.4900	0.0861	553824	48.69
153	2004	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	0.18	0.7282	0.2718	11.0523	1	0.2870	0.0372	-37449	50.01
154	2004	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	0.17	0.9622	0.0378	12.1002	1	0.1245	0.0638	-89559	38.26
155	2004	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	0.52	0.0003	0.9997	14.2647	0	0.1026	0.0541	-3537	20.99
156	2004	PT Dynaplast Tbk	DYNA	1.34	0.0042	0.9959	13.8136	1	0.1007	0.3014	51509	39.64
157	2004	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	0.60	0.6310	0.3690	12.5548	1	0.1111	0.1999	-130122	20.28
158	2004	PT Summitplast Interbenua Tbk	SMPL	0.60	0.0060	0.9940	12.1719	1	0.0752	0.0318	14425	33.07
159	2004	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	0.80	0.0000	1.0000	15.7087	0	0.1508	0.0124	54549	30.54
160	2004	PT Lion Metal Works Tbk	LION	0.22	0.0018	0.9982	11.8962	0	0.0939	0.2162	-93604	22.08
161	2004	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	5.46	0.4241	0.5759	13.4736	0	0.0954	0.2723	87107	47.37
162	2004	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	1.01	0.1354	0.8646	12.5980	0	0.1046	0.1930	6313	0.36
163	2004	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	0.41	0.0009	0.9991	13.0062	0	0.1297	0.2037	97998	29.19
164	2004	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	0.25	0.0012	0.9988	11.8840	1	0.0227	-0.0201	69967	39.33
165	2004	PT Astra Internasional Tbk	ASII	1.18	0.0009	0.9991	13.0923	1	0.0806	0.4284	370118	20.22
166	2004	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	0.02	0.0004	0.9996	14.7061	1	0.1119	0.2448	-416318	0.21
167	2004	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	0.54	0.8500	0.1500	12.9964	0	0.1623	0.1222	-98445	38.39
168	2004	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	1.25	0.0529	0.9471	13.3631	1	0.1835	0.0883	-79445	0.40

169	2004	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	2.67	0.4747	0.5253	14.5940	1	0.1040	0.4667	-473682	24.66
170	2004	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	0.81	0.0000	1.0000	13.8651	1	3.1955	0.2711	-95670	4.62
171	2004	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF	1.26	0.5230	0.4770	14.9197	1	0.2084	0.2322	-1185163	6.54
172	2004	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	0.44	0.0097	0.9903	13.9754	1	0.0936	-0.1423	183588	0.29
173	2004	PT Merck Tbk	MERK	0.30	0.7400	0.2600	12.2084	1	0.0753	0.0007	-38959	54.79
174	2004	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	0.19	0.0180	0.9820	13.0655	1	0.0925	0.2187	-137542	37.82
175	2004	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	0.59	0.0001	0.9999	15.1140	1	0.0669	0.0724	182369	41.57



**DATA SAMPEL PERUSAHAAN MANUFAKTUR
TAHUN 2000-2004
(SETELAH TRANSFORMASI)**

No	Tahun	Nama Perusahaan	Kode	LND/E	LNMSO	LNEBO	SIZE	IND	LNVOLTY	LNGROWTH	LNFCF	LNDIV
1	2000	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	0.36	-0.280	-1.400	12.7397	0	-1.220	-1.1200	19.52	3.45
2	2000	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	-0.25	-0.540	-0.870	12.8649	1	-2.250	-2.6600	21.98	2.64
3	2000	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	0.22	-0.240	-1.560	12.1377	1	-1.320	-1.9100	21.02	2.93
4	2000	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.13	-0.730	-0.650	13.3054	1	-1.540	-3.4300	31.20	3.24
5	2000	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	0.02	-0.280	-1.420	12.9799	1	-2.830	-5.7200	23.66	2.91
6	2000	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.26	-0.400	-1.100	13.2933	1	-1.740	-2.1400	28.68	3.76
7	2000	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	0.21	-2.730	-0.070	15.9585	1	-1.990	-2.3200	29.75	5.08
8	2000	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	1.92	-1.690	-0.200	13.1519	1	-2.340	-1.4500	24.69	3.83
9	2000	PT Roda Vivatex Tbk	RDTX	-1.47	-0.270	-1.430	12.6670	1	-2.750	-9.4400	21.39	2.97
10	2000	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	0.43	-1.560	-0.240	11.6595	1	-2.780	-2.9800	21.12	2.89
11	2000	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	-0.40	-5.910	0.000	12.2445	1	-2.160	-1.9900	20.02	4.29
12	2000	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	0.40	-1.040	-0.440	12.5429	0	-1.080	-1.2400	22.13	3.41
13	2000	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	0.02	-3.310	-0.040	13.4595	1	-2.040	-3.4800	25.25	3.04
14	2000	PT Ekadharma Tape Industries Tbk	EKAD	-1.11	-0.320	-1.300	10.9751	1	-2.400	-5.4100	20.02	4.01
15	2000	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	-1.47	-0.670	-0.720	11.9304	1	-2.750	-2.4900	22.31	3.23
16	2000	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	0.19	-0.700	-0.690	12.3399	1	-2.170	-2.1800	24.53	3.69
17	2000	PT Summitplast Interbenua Tbk	SMPL	-0.17	-11.510	0.000	12.2284	1	-1.650	-1.3900	23.43	5.27
18	2000	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	0.41	-11.510	0.000	15.8308	0	-2.640	-4.2800	25.06	3.69
19	2000	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-1.39	-6.320	0.000	11.5590	0	-2.520	-4.1900	21.14	4.38
20	2000	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.80	-1.020	-0.450	13.1419	0	1.500	-2.9000	21.62	3.03
21	2000	PT Kedaung Indah Can Tbk	KICI	-0.34	-2.620	-0.080	12.2605	0	-2.020	-3.0200	20.79	3.69
22	2000	PT Komatsu Indonesia Tbk	KOMI	-2.41	-6.910	0.000	13.2820	1	-2.350	-4.0300	25.46	3.31
23	2000	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	-1.35	-7.010	0.000	12.8794	0	-1.010	-4.2100	22.85	3.44
24	2000	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	0.09	-1.240	-0.340	12.9551	0	-1.540	-2.8500	21.84	3.45
25	2000	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL	-0.22	-2.490	-0.090	12.8971	1	-1.820	-0.1400	24.15	3.19
26	2000	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	-1.83	-6.910	0.000	11.7500	1	-2.310	1.1500	22.75	4.75
27	2000	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	-0.48	-0.160	-1.900	12.9145	0	-2.510	-3.5800	22.62	2.40
28	2000	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	0.93	-1.460	-0.260	12.9042	1	-2.320	-4.7600	24.83	1.21
29	2000	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	-0.20	-0.390	-1.140	13.1803	1	-1.970	-0.5900	24.55	3.22
30	2000	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	0.60	-0.400	-1.100	13.5927	1	-1.210	0.3500	26.07	4.39

31	2000	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	0.69	-10.130	0.000	13.0853	1	-2.030	-3.2400	22.77	3.67
32	2000	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	-1.02	-7.240	0.000	14.1720	1	-2.320	-2.2900	25.56	2.97
33	2000	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	-0.97	-4.670	-0.010	12.7176	1	-1.710	-2.0900	23.14	3.79
34	2000	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	-1.51	-0.340	-1.240	12.5368	1	-2.030	-2.9400	23.29	3.93
35	2000	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	-0.54	-9.210	0.000	14.6281	1	-1.240	-2.8500	25.15	4.17
36	2001	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	0.75	-0.280	-1.400	13.1492	0	-1.490	-1.3600	22.63	2.84
37	2001	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	-1.05	-0.540	-0.870	12.7554	1	-3.300	-4.5300	22.77	2.66
38	2001	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	0.02	-0.240	-1.560	12.2561	1	-3.480	-4.1500	21.16	2.94
39	2001	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	0.97	-0.730	-0.650	13.4031	1	-2.490	-6.7700	28.59	3.42
40	2001	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	-0.26	-0.280	-1.420	13.1573	1	-1.650	-3.2800	21.16	4.41
41	2001	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.45	-0.400	-1.100	13.4642	1	-2.470	-2.8500	23.17	3.32
42	2001	PT H M Sampoerna Tbk	HMSM	0.25	-2.700	-0.070	16.0637	1	-1.360	-4.4000	30.19	2.47
43	2001	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	1.72	-1.410	-0.280	13.0368	1	-1.790	-4.4400	23.09	3.11
44	2001	PT Evershine Tex Tbk	ESTI	-0.12	-0.650	-0.740	13.5160	1	-1.870	-5.1300	23.63	2.60
45	2001	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	0.46	-1.560	-0.240	11.9737	1	-1.780	-1.9900	21.42	3.05
46	2001	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	-0.56	-5.880	0.000	12.3145	1	-2.660	-5.2500	16.29	3.42
47	2001	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	0.60	-1.040	-0.440	12.7259	0	-2.440	-3.2100	20.04	3.62
48	2001	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	-0.04	-3.310	-0.040	13.5448	1	-1.520	-4.8400	24.76	3.21
49	2001	PT Ekadharma Tape Industries Tbk	EKAD	-1.27	-0.320	-1.300	10.9973	1	-2.260	-7.6000	19.83	4.21
50	2001	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	-1.83	-0.370	-1.160	11.9972	1	-1.930	-5.3400	22.64	3.35
51	2001	PT Dynaplast Tbk	DYNA	-0.09	-8.050	0.000	13.0830	1	-1.800	-3.2900	20.28	3.81
52	2001	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	0.33	-0.670	-0.720	12.4311	1	-2.410	-4.7000	20.68	3.26
53	2001	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	0.57	-11.510	0.000	15.9861	0	-1.630	-3.5700	24.39	3.91
54	2001	PT Beton Jaya Manunggal Tbk	BTON	-0.42	-0.450	-1.020	12.7046	0	-2.090	-2.4600	21.77	3.45
55	2001	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-1.77	-6.320	0.000	11.5139	0	-2.310	-6.2400	21.80	3.28
56	2001	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.78	-1.020	-0.450	13.3373	0	-1.670	-3.0700	20.44	2.25
57	2001	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	0.85	-1.760	-0.190	12.2601	0	-2.650	-3.3200	23.12	3.45
58	2001	PT Komatsu Indonesia Tbk	KOMI	-2.12	-6.910	0.000	13.3369	0	-2.030	-5.7500	23.83	3.30
59	2001	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	-1.61	-7.010	0.000	12.8817	0	-2.590	-4.2800	23.17	3.05
60	2001	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	0.34	-1.220	-0.350	13.0809	0	-2.200	-4.0200	20.34	3.82
61	2001	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL	-0.31	-5.500	0.000	13.1947	1	-1.490	-2.1200	24.89	3.01
62	2001	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	-2.04	-6.910	0.000	11.8289	1	-2.090	-5.0000	21.18	4.53
63	2001	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	-0.67	-0.160	-1.900	12.8741	0	-3.360	-6.4600	22.33	3.74
64	2001	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	-0.34	-0.390	-1.140	13.2482	1	-2.720	-5.3100	23.70	3.76
65	2001	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	0.73	-0.400	-1.100	13.9226	1	-1.070	-1.8800	26.68	2.96

66	2001	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	0.60	-9.900	0.000	13.2508	1	-1.860	-3.4300	24.18	3.41
67	2001	PT Merck Tbk	MERK	-1.27	-0.300	-1.350	11.9998	1	-2.560	-2.7400	21.92	3.46
68	2001	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	-1.17	-6.940	0.000	14.3247	1	-2.250	-3.6000	26.43	4.04
69	2001	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	-1.71	-0.340	-1.240	12.5948	1	-1.500	-5.6400	24.00	4.31
70	2001	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	-0.60	-9.210	0.000	14.8021	1	-2.450	-3.3200	18.55	3.40
71	2002	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	0.39	-0.280	-1.400	13.1934	0	-2.230	-6.1900	22.94	2.84
72	2002	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	-1.24	-0.540	-0.870	12.8153	1	-1.310	-5.5700	23.19	2.66
73	2002	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	-0.24	-0.240	-1.560	12.4065	1	-1.580	-3.6400	21.10	2.94
74	2002	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.15	-0.760	-0.630	13.5699	1	-1.860	-3.4800	30.01	3.49
75	2002	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	-0.39	-0.280	-1.420	13.0712	1	-1.820	-4.9900	22.56	4.34
76	2002	PT Ultrajaya Milk Industries & Trading Company Tbk	ULTJ	-0.06	-1.340	-0.300	13.8334	1	-2.620	-6.0400	24.38	3.93
77	2002	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.53	-0.400	-1.100	13.6272	1	-2.040	-3.8100	30.99	3.32
78	2002	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	-0.12	-3.620	-0.030	16.0996	1	-2.010	-6.6200	29.76	2.60
79	2002	PT Eratex Djaja Tbk	ERTX	1.55	-1.630	-0.220	12.9449	1	-1.910	-4.8700	23.50	3.13
80	2002	PT Evershine Tex Tbk	ESTI	-0.34	-0.650	-0.740	13.4074	1	-3.170	-4.5500	19.02	5.60
81	2002	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	-0.08	-0.750	-0.640	11.8554	1	-1.340	-4.3900	22.60	1.97
82	2002	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	-0.89	-6.030	0.000	12.2553	1	-1.780	-5.7100	20.92	3.43
83	2002	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	0.78	-1.040	-0.440	12.9076	0	-1.680	-3.2300	21.61	3.30
84	2002	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	0.24	-3.310	-0.040	13.7127	1	-2.200	-3.4000	25.83	3.00
85	2002	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC	0.31	-0.750	-0.640	14.4337	1	-2.010	-3.6500	22.27	4.85
86	2002	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	EKAD	-1.61	-0.320	-1.300	10.9734	1	-2.360	-7.4900	20.44	3.98
87	2002	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	-1.71	-0.370	-1.160	12.0080	1	-2.090	-9.0600	22.35	3.53
88	2002	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	0.07	-7.420	0.000	12.0111	0	-1.910	-4.7400	20.65	2.69
89	2002	PT Dynaplast Tbk	DYNA	-0.43	-3.310	-0.040	13.1746	1	-1.820	-4.6900	22.18	3.66
90	2002	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	-0.05	-0.670	-0.720	12.3782	1	-1.670	-5.9300	18.81	2.83
91	2002	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-1.90	-6.320	0.000	11.5923	0	-2.430	-5.0100	21.82	3.42
92	2002	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.44	-1.020	-0.450	13.2521	0	-2.190	-5.0100	20.45	2.17
93	2002	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	0.18	-2.260	-0.110	12.4152	1	-2.590	-4.3300	21.37	3.45
94	2002	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	-0.34	-1.220	-0.350	12.9840	1	-2.600	-4.7600	23.30	2.82
95	2002	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	-1.83	-6.730	0.000	11.8384	0	-1.380	-9.3100	20.80	4.46
96	2002	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	-0.84	-0.160	-1.900	12.8607	1	-0.370	-8.6400	21.94	3.70
97	2002	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	-0.39	-3.110	-0.050	13.2770	0	-2.690	-7.0700	23.09	6.18
98	2002	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	0.49	-0.750	-0.640	13.9210	1	-1.460	-4.2800	22.67	3.41
99	2002	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	0.95	-2.530	-0.080	13.3673	1	-1.310	-4.2100	23.51	3.45
100	2002	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	0.32	-9.500	0.000	13.4014	1	-1.940	-3.6300	23.83	2.95

101	2002	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	-0.63	-4.640	-0.010	13.8533	1	-2.000	-4.6500	25.84	5.70
102	2002	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	-1.27	-4.930	-0.010	14.4119	1	-1.860	-4.7900	26.77	4.04
103	2002	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	-1.77	-4.520	-0.010	12.7827	1	-2.340	-10.8500	21.50	3.70
104	2002	PT Mustika Ratu Tbk	MRAT	-1.56	-0.340	-1.250	12.5830	1	-1.180	-8.8800	24.16	4.32
105	2002	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	-0.63	-9.210	0.000	14.9443	1	-2.420	-3.7600	23.33	3.66
106	2003	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	AQUA	-0.08	-0.090	-2.410	13.1679	0	-2.880	-7.3700	22.61	2.81
107	2003	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	-1.43	-0.540	-0.870	12.8964	1	-2.790	-4.9400	24.11	2.70
108	2003	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	-0.37	-0.240	-1.560	12.5446	1	-4.820	-3.8200	21.14	2.98
109	2003	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	1.01	-0.660	-0.720	13.2439	1	-2.160	-11.1500	29.07	3.78
110	2003	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	-0.22	-0.280	-1.420	13.0878	1	-2.810	-8.1700	22.63	4.36
111	2003	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.54	-0.400	-1.100	13.1085	1	-2.220	-4.2100	30.81	3.45
112	2003	PT H M Sampoerna Tbk	HMSM	-0.26	-3.620	-0.030	16.1377	1	-2.310	-6.5000	30.17	3.65
113	2003	PT Pan Brothers Tex Tbk	PBRX	-0.63	-1.060	-0.430	11.6289	1	-1.350	-3.1900	20.93	3.50
114	2003	PT Sepatu Bata Tbk	BATA	-0.76	-6.210	0.000	12.3556	1	-1.870	-4.5000	21.26	3.08
115	2003	PT Aneka Kimia Raya Corporindo Tbk	AKRA	-0.76	-5.340	0.000	14.2601	1	-1.490	0.8600	24.22	2.96
116	2003	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	0.73	-3.310	-0.040	14.0215	1	-1.570	2.2400	26.42	3.02
117	2003	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC	0.52	-0.760	-0.630	14.6294	1	-1.720	-3.0600	26.65	3.40
118	2003	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	-2.30	-2.460	-0.090	11.8266	1	-2.170	-4.8300	22.23	3.21
119	2003	PT Ekadharma Tape Industries Tbk	EKAD	-1.51	-0.320	-1.300	11.0158	1	-2.300	-6.2800	20.56	2.33
120	2003	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	-1.77	-0.040	-3.280	12.0384	1	-2.080	-6.9600	22.67	3.74
121	2003	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	-0.31	-8.050	0.000	14.2120	0	-1.650	-5.0800	23.30	3.06
122	2003	PT Trias Sentosa Tbk	TRST	-0.25	-1.720	-0.200	14.3437	0	-2.100	-4.3400	20.31	2.80
123	2003	PT Beton Jaya Manunggal Tbk	BTON	-2.53	-2.350	-0.100	12.9356	0	-1.530	-5.4300	16.10	2.85
124	2003	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-1.66	-6.320	0.000	11.7005	0	-2.180	-4.3400	22.24	3.64
125	2003	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.36	-0.890	-0.530	13.2328	0	-2.120	-7.9200	21.31	3.14
126	2003	PT Kedaung Indah Can Tbk	KICI	-0.53	-2.620	-0.080	12.0865	0	-2.050	-4.1500	20.70	3.45
127	2003	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	-0.06	-2.000	-0.150	12.4216	1	-1.600	-10.1000	21.40	3.45
128	2003	PT Supreme Cable Manufacturing (SUCACO) Tbk	SCCO	0.15	-1.220	-0.350	13.2353	1	-3.570	-2.5100	22.20	3.86
129	2003	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	-1.61	-6.730	0.000	11.9043	1	-3.580	-5.3700	22.07	4.97
130	2003	PT Astra Internasional Tbk	ASII	0.17	-7.010	0.000	13.0476	1	-1.920	-6.1400	28.07	2.74
131	2003	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	-0.45	-9.210	0.000	14.4871	1	-2.270	-7.5200	25.98	3.45
132	2003	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	-0.76	-0.160	-1.900	12.8797	0	-2.770	-7.9100	21.67	3.72
133	2003	PT Selamat Sentosa Tbk	SMSM	-0.53	-3.110	-0.050	13.3576	1	-1.410	-4.9600	24.46	4.55
134	2003	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	0.77	-0.750	-0.640	14.2110	1	-2.280	-2.1800	26.79	3.03
135	2003	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	0.10	-5.010	-0.010	13.6253	1	-1.900	-2.7700	25.15	1.96

136	2003	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	-0.21	-4.640	-0.010	14.1280	1	-2.230	-2.3000	21.40	3.45
137	2003	PT Merck Tbk	MERK	-1.35	-11.510	0.000	12.2077	1	-2.540	-3.6400	21.67	4.13
138	2003	PT Tempo Scan Pasific Tbk	TSPC	-1.39	-7.460	0.000	14.4799	1	-2.450	-5.3200	27.15	2.47
139	2003	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	-2.04	-4.010	-0.020	12.8645	1	-2.410	-1.3500	23.11	3.72
140	2003	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	-0.46	-9.210	0.000	15.0441	1	-1.270	-4.5100	22.61	3.85
141	2004	PT Aqua Golden Mississipi Tbk	AQUA	-0.14	-0.090	-2.410	13.4167	0	-2.080	-2.5300	24.30	2.83
142	2004	PT Delta Djakarta Tbk	DLTA	-1.24	-0.540	-0.870	13.0283	1	-1.850	-3.9200	23.29	2.67
143	2004	PT Fast Food Indonesia Tbk	FAST	-0.42	-0.290	-1.390	12.6843	1	-1.620	-3.7900	22.32	3.11
144	2004	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	0.92	-0.660	-0.720	13.3380	1	-2.890	-7.5000	25.80	3.81
145	2004	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	-0.49	-1.110	-0.400	14.0629	1	-1.980	-4.2800	25.89	3.22
146	2004	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	MLBI	0.10	-0.280	-1.420	13.2328	1	-2.740	-3.7100	15.91	4.29
147	2004	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	-0.37	-0.400	-1.100	13.6822	1	-2.710	-3.3500	23.17	3.98
148	2004	PT H M Sampoerna Tbk	HMSP	0.27	-3.900	-0.020	13.6822	1	-2.240	-4.0200	28.37	4.10
149	2004	PT Tirta Mahakam Plywood Industries Tbk	TIRT	1.13	-1.260	-0.330	13.6030	0	-1.770	-1.2800	21.09	3.41
150	2004	PT Aneka Kimia Raya Corporindo Tbk	AKRA	-0.25	-6.570	0.000	14.3404	1	-1.830	-4.9600	19.83	3.49
151	2004	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	0.68	-3.310	-0.040	14.1697	1	-1.990	-3.6700	24.35	3.24
152	2004	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	-1.27	-2.540	-0.080	11.9208	1	-0.710	-4.9000	26.45	3.89
153	2004	PT Ekadharma Tape Industries Tbk	EKAD	-1.71	-0.320	-1.300	11.0523	1	-1.250	-6.5800	21.06	3.91
154	2004	PT Intan Wijaya Internasional Tbk	INCI	-1.77	-0.040	-3.280	12.1002	1	-2.080	-5.5000	22.81	3.64
155	2004	PT Asahimas Flat Glass Tbk	AMFG	-0.65	-8.150	0.000	14.2647	0	-2.280	-5.8300	16.34	3.04
156	2004	PT Dynaplast Tbk	DYNA	0.29	-5.480	0.000	13.8136	1	-2.300	-2.4000	21.70	3.68
157	2004	PT Kageo Igar Jaya Tbk	IGAR	-0.51	-0.460	-1.000	12.5548	1	-2.200	-3.2200	23.55	3.01
158	2004	PT Summitplast Interbenua Tbk	SMPL	-0.51	-5.120	-0.010	12.1719	1	-2.590	-6.9000	19.15	3.50
159	2004	PT Semen Gresik Tbk	SMGR	-0.22	-11.510	0.000	15.7087	0	-1.890	-8.7800	21.81	3.42
160	2004	PT Lion Metal Works Tbk	LION	-1.51	-6.320	0.000	11.8962	0	-2.370	-3.0600	22.89	3.09
161	2004	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	TBMS	1.70	-0.860	-0.550	13.4736	0	-2.350	-2.6000	22.75	3.86
162	2004	PT Arwana Citra Mulia Tbk	ARNA	0.01	-2.000	-0.150	12.5980	0	-2.260	-3.2900	17.50	3.45
163	2004	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	-0.89	-7.010	0.000	13.0062	0	-2.040	-3.1800	22.99	3.37
164	2004	PT Andhi Chandra Automotive Products Tbk	ACAP	-1.39	-6.730	0.000	11.8840	1	-3.780	-7.8100	22.31	3.67
165	2004	PT Astra Internasional Tbk	ASII	0.17	-7.010	0.000	13.0923	1	-2.520	-1.7000	25.64	3.01
166	2004	PT Astra Otoparts Tbk	AUTO	-3.91	-7.820	0.000	14.7061	1	-2.190	-2.8100	25.88	3.45
167	2004	PT Goodyear Indonesia Tbk	GDYR	-0.62	-0.160	-1.900	12.9964	0	-1.820	-4.2000	22.99	3.65
168	2004	PT Hexindo Adhiperkasa Tbk	HEXA	0.22	-2.940	-0.050	13.3631	1	-1.700	-4.8500	22.57	3.45
169	2004	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	0.98	-0.750	-0.640	14.5940	1	-2.260	-1.5200	26.14	3.21
170	2004	PT Dankos Laboratories Tbk	DNKS	-0.21	-11.330	0.000	13.8651	1	-1.920	-2.6100	22.94	1.53

171	2004	PT Kalbe Farma Tbk	KLBF	0.23	-0.650	-0.740	14.9197	1	-1.570	-2.9200	27.97	1.88
172	2004	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	-0.82	-4.640	-0.010	13.9754	1	-2.370	-3.9000	24.24	3.45
173	2004	PT Merck Tbk	MERK	-1.20	-0.300	-1.350	12.2084	1	-2.590	-4.2800	21.14	4.00
174	2004	PT Mandom Indonesia Tbk	TCID	-1.66	-4.020	-0.020	13.0655	1	-2.380	-3.0400	23.66	3.63
175	2004	PT Unilever Indonesia Tbk	UNVR	-0.53	-9.210	0.000	15.1140	1	-2.700	-5.2500	24.23	3.73



Hasil Pengujian Autokorelasi dan Multikolinearitas Model 1

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, H, LNVOLTY, IND, SIZE ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LNDER

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.410 ^a	.168	.138	.9071157	1.765

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Dependent Variable: LNDER

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	27.871	6	4.645	5.645	.000 ^a
	Residual	138.240	168	.823		
	Total	166.111	174			

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Dependent Variable: LNDER

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-2.663	1.031		-2.584	.011		
	SIZE	.249	.077	.267	3.248	.001	.732	1.367
	IND	-.231	.169	-.103	-1.367	.173	.873	1.145
	LNVTOLTY	5.475E-02	.130	.030	.421	.675	.955	1.047
	LNGROWTH	8.548E-02	.032	.190	2.641	.009	.956	1.046
	LNFCF	1.128E-02	.030	.033	.377	.707	.664	1.505
	LNDIV	-.170	.100	-.121	-1.693	.092	.962	1.039

a. Dependent Variable: LNDER

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions							
				(Constant)	SIZE	IND	LNVTOLTY	LNGROWTH	LNFCF	LNDIV	
1	1	6.508	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.241	5.192	.00	.00	.62	.00	.24	.00	.00	.00
	3	.156	6.469	.00	.00	.26	.02	.72	.00	.00	.01
	4	5.197E-02	11.191	.00	.01	.02	.90	.01	.02	.02	.03
	5	3.374E-02	13.888	.00	.01	.00	.00	.01	.04	.04	.85
	6	6.168E-03	32.483	.19	.11	.08	.05	.00	.89	.08	.08
	7	2.643E-03	49.626	.80	.87	.01	.03	.02	.05	.05	.04

a. Dependent Variable: LNDER

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	LNDER
166	-4.442	-3.9120

a. Dependent Variable: LNDER

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.417522	.580147	-.367467	.4002194	175
Residual	-4.029361	2.159768	.000000	.8913385	175
Std. Predicted Value	-2.624	2.368	.000	1.000	175
Std. Residual	-4.442	2.381	.000	.983	175

a. Dependent Variable: LNDER



Hasil Pengujian Autokorelasi dan Multikolinearitas Model 2

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWT H, LNDIV, SIZE, LNFCF ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LNDER

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.514 ^a	.264	.233	.8555049	1.860

a. Predictors: (Constant), LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWTH, LNDIV, SIZE, LNFCF

b. Dependent Variable: LNDER

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	43.885	7	6.269	8.566	.000 ^a
	Residual	122.225	167	.732		
	Total	166.111	174			

a. Predictors: (Constant), LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWTH, LNDIV, SIZE, LNFCF

b. Dependent Variable: LNDER

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3.579	.992		-3.609	.000		
	SIZE	.378	.077	.405	4.882	.000	.639	1.564
	IND	-.248	.160	-.110	-1.553	.122	.873	1.145
	LNVTOLTY	4.926E-02	.123	.027	.401	.689	.955	1.047
	LNGROWTH	9.000E-02	.031	.200	2.947	.004	.955	1.047
	LNFCF	-1.67E-02	.029	-.048	-.580	.563	.636	1.573
	LNDIV	-.111	.095	-.080	-1.169	.244	.946	1.057
	LNMSO	-9.93E-02	.021	-.336	-4.678	.000	.855	1.170

a. Dependent Variable: LNDER

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions								
				(Constant)	SIZE	IND	LNVTOLTY	LNGROWTH	LNFCF	LNDIV	LNMSO	
1	1	7.008	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.510	3.706	.00	.00	.02	.00	.01	.00	.00	.00	.80
	3	.240	5.404	.00	.00	.58	.00	.27	.00	.00	.00	.01
	4	.148	6.870	.00	.00	.29	.02	.68	.00	.01	.01	.06
	5	5.165E-02	11.648	.00	.00	.03	.89	.01	.02	.03	.01	.01
	6	3.364E-02	14.434	.00	.01	.00	.00	.01	.04	.85	.00	.00
	7	6.022E-03	34.112	.22	.08	.07	.05	.01	.85	.07	.02	.02
	8	2.381E-03	54.246	.78	.90	.01	.03	.01	.10	.05	.10	.10

a. Dependent Variable: LNDER

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	LNDER
166	-4.313	-3.9120

a. Dependent Variable: LNDER

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.673290	.743493	-.367467	.5022102	175
Residual	-3.689539	2.019731	.000000	.8381198	175
Std. Predicted Value	-2.600	2.212	.000	1.000	175
Std. Residual	-4.313	2.361	.000	.980	175

a. Dependent Variable: LNDER



Hasil Pengujian Autokorelasi dan Multikolinearitas Model 3

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWT H, SIZE, LNFCF ^a LNMSO	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LNDER

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.552 ^a	.304	.271	.8343554	1.930

a. Predictors: (Constant), LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWTH, SIZE, LNFCF, LNMSO

b. Dependent Variable: LNDER

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	50.550	8	6.319	9.077	.000 ^a
	Residual	115.561	166	.696		
	Total	166.111	174			

a. Predictors: (Constant), LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWTH, SIZE, LNFCF, LNMSO

b. Dependent Variable: LNDER

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-3.075	.981		-3.136	.002		
	SIZE	.365	.076	.392	4.828	.000	.637	1.569
	IND	-.257	.156	-.114	-1.649	.101	.873	1.146
	LNVOLTY	3.765E-02	.120	.021	.314	.754	.954	1.048
	LNGROWTH	7.545E-02	.030	.168	2.502	.013	.932	1.073
	LNFCF	-2.00E-02	.028	-.058	-.712	.478	.635	1.575
	LNDIV	-.107	.093	-.077	-1.154	.250	.946	1.058
	LNMSO	-.149	.026	-.503	-5.688	.000	.536	1.866
	LNEBO	-.409	.132	-.267	-3.094	.002	.562	1.778

a. Dependent Variable: LNDER

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions									
				(Constant)	SIZE	IND	LNVTOLTY	LNGROWTH	LNFCF	LNDIV	LNMSO	LNEBO	
1	1	7.367	1.000	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00
	2	.960	2.770	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.00	.13	.20
	3	.262	5.301	.00	.00	.56	.00	.09	.00	.00	.00	.12	.11
	4	.176	6.471	.00	.00	.00	.00	.56	.00	.00	.00	.38	.49
	5	.142	7.208	.00	.00	.33	.04	.32	.00	.01	.01	.29	.17
	6	5.163E-02	11.945	.00	.00	.03	.89	.01	.02	.03	.01	.01	.00
	7	3.363E-02	14.800	.00	.01	.00	.00	.01	.04	.85	.00	.00	.00
	8	5.950E-03	35.188	.21	.09	.07	.05	.00	.85	.07	.03	.03	.01
	9	2.353E-03	55.954	.78	.90	.01	.02	.01	.09	.04	.03	.03	.01

a. Dependent Variable: LNDER

Casewise Diagnostics^a

Case Number	Std. Residual	LNDER
123	-3.249	-2.5257
166	-4.319	-3.9120

a. Dependent Variable: LNDER

Residuals Statistics^a

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.833704	.867485	-.367467	.5389971	175
Residual	-3.603719	1.923466	.000000	.8149491	175
Std. Predicted Value	-2.720	2.291	.000	1.000	175
Std. Residual	-4.319	2.305	.000	.977	175

a. Dependent Variable: LNDER

Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model 1

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNDIV, LNFCF, LNGROWT H, LNVOLTY ^a IND, SIZE	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ABS_RES1

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.171 ^a	.029	-.005	.57803

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.692	6	.282	.844	.538 ^a
	Residual	56.132	168	.334		
	Total	57.824	174			

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Dependent Variable: ABS_RES1

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.826	.657		1.257	.211
	SIZE	-5.72E-02	.049	-.104	-1.170	.244
	IND	-.161	.108	-.122	-1.496	.136
	LNVOLTY	-6.59E-02	.083	-.062	-.794	.428
	LNGROWTH	-1.06E-05	.021	.000	-.001	1.000
	LNFCF	3.145E-02	.019	.154	1.649	.101
	LNDIV	-4.12E-02	.064	-.050	-.645	.520

a. Dependent Variable: ABS_RES1



Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model 2

Variables Entered/Removed^d

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWT H, LNDIV, SIZE, LNFCF ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ABS_RES2

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.222 ^a	.049	.009	.54130

a. Predictors: (Constant), LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWTH, LNDIV, SIZE, LNFCF

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.527	7	.361	1.232	.288 ^a
	Residual	48.932	167	.293		
	Total	51.458	174			

a. Predictors: (Constant), LNMSO, LNVOLTY, IND, LNGROWTH, LNDIV, SIZE, LNFCF

b. Dependent Variable: ABS_RES2

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.092	.627		1.741	.084
	SIZE	-7.89E-02	.049	-.152	-1.610	.109
	IND	-3.32E-02	.101	-.027	-.329	.742
	LNVOLTY	-4.08E-02	.078	-.041	-.525	.600
	LNGROWTH	-9.25E-03	.019	-.037	-.478	.633
	LNFCF	3.530E-02	.018	.183	1.933	.055
	LNDIV	-.116	.060	-.149	-1.919	.057
	LNMSO	1.966E-02	.013	.119	1.463	.145

a. Dependent Variable: ABS_RES2



Hasil Pengujian Heteroskedastisitas Model 3

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWT H, SIZE, LNFCF, ^a LNMSO	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ABS_RES3

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.323 ^a	.105	.061	.52158

a. Predictors: (Constant), LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWTH, SIZE, LNFCF, LNMSO

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.277	8	.660	2.425	.017 ^a
	Residual	45.159	166	.272		
	Total	50.436	174			

a. Predictors: (Constant), LNEBO, IND, LNVOLTY, LNDIV, LNGROWTH, SIZE, LNFCF, LNMSO

b. Dependent Variable: ABS_RES3

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.326	.613		2.163	.032
	SIZE	-7.78E-02	.047	-.151	-1.645	.102
	IND	-3.92E-02	.097	-.032	-.403	.688
	LNVOLTY	-3.36E-02	.075	-.034	-.449	.654
	LNGROWTH	-1.15E-02	.019	-.046	-.608	.544
	LNFCF	3.114E-02	.018	.163	1.769	.079
	LNDIV	-.124	.058	-.161	-2.127	.055
	LNMSO	8.260E-03	.016	.051	.505	.614
	LNEBO	-.216	.083	-.256	-2.610	.070

a. Dependent Variable: ABS_RES3



Hasil Pengujian *Hierarchical Regression*

Variables Entered/Removed^d

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LNDIV, LNFCF, LNGROWT H, LNVOLTY ^a IND, SIZE ^a	.	Enter
2	LNMSO ^a	.	Enter
3	LNEBO ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LNDER

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.410 ^a	.168	.138	.9071157	.168	5.645	6	168	.000
2	.514 ^b	.264	.233	.8555049	.096	21.882	1	167	.000
3	.552 ^c	.304	.271	.8343554	.040	9.574	1	166	.002

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE, LNMSO

c. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE, LNMSO, LNEBO

ANOVA^d

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	27.871	6	4.645	5.645	.000 ^a
	Residual	138.240	168	.823		
	Total	166.111	174			
2	Regression	43.885	7	6.269	8.566	.000 ^b
	Residual	122.225	167	.732		
	Total	166.111	174			
3	Regression	50.550	8	6.319	9.077	.000 ^c
	Residual	115.561	166	.696		
	Total	166.111	174			

a. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE, LNMSO

c. Predictors: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE, LNMSO, LNEBO

d. Dependent Variable: LNDER



Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.663	1.031		-2.584	.011
	SIZE	.249	.077	.267	3.248	.001
	IND	-.231	.169	-.103	-1.367	.173
	LNVOLTY	5.475E-02	.130	.030	.421	.675
	LNGROWTH	8.548E-02	.032	.190	2.641	.009
	LNFCF	1.128E-02	.030	.033	.377	.707
	LNDIV	-.170	.100	-.121	-1.693	.092
2	(Constant)	-3.579	.992		-3.609	.000
	SIZE	.378	.077	.405	4.882	.000
	IND	-.248	.160	-.110	-1.553	.122
	LNVOLTY	4.926E-02	.123	.027	.401	.689
	LNGROWTH	9.000E-02	.031	.200	2.947	.004
	LNFCF	-1.67E-02	.029	-.048	-.580	.563
	LNDIV	-.111	.095	-.080	-1.169	.244
3	(Constant)	-3.075	.981		-3.136	.002
	SIZE	.365	.076	.392	4.828	.000
	IND	-.257	.156	-.114	-1.649	.101
	LNVOLTY	3.765E-02	.120	.021	.314	.754
	LNGROWTH	7.545E-02	.030	.168	2.502	.013
	LNFCF	-2.00E-02	.028	-.058	-.712	.478
	LNDIV	-.107	.093	-.077	-1.154	.250
	LNMSO	-.149	.026	-.503	-5.688	.000
LNEBO	-.409	.132	-.267	-3.094	.002	

a. Dependent Variable: LNDER

Excluded Variables^c

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics	
					Tolerance	
1	LNMSO	-.336 ^a	-4.678	.000	-.340	.855
	LNEBO	.033 ^a	.439	.661	.034	.897
2	LNEBO	-.267 ^b	-3.094	.002	-.234	.562

a. Predictors in the Model: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE

b. Predictors in the Model: (Constant), LNDIV, LNFCF, LNGROWTH, LNVOLTY, IND, SIZE, LNMSO

c. Dependent Variable: LNDER



