

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN  
INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA  
PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA  
PERIODE 2004 - 2006**



**SKRIPSI**

Diajukan untuk Memenuhi Tugas dan Syarat-syarat  
Guna Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi  
Jurusan Akuntansi Pada Fakultas Ekonomi  
Universitas Muhammadiyah Surakarta

Oleh:

**CECEP JALU SETIAWAN**

**B 200 040 006**

**FAKULTAS EKONOMI**

**UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH SURAKARTA**

**2008**

## **PENGESAHAN**

Yang bertanda tangan dibawah ini telah membaca skripsi dengan judul:

**PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN  
INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PADA  
PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh:

**CECEP JALU SETIAWAN**

**B 200 040 006**

Telah dipertahankan didepan penguji pada tanggal:

\_\_\_\_\_

Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Surakarta, Oktober 2008

Pembimbing

(Drs. M. Abdul Aris, M.Si)

Mengetahui

Dekan Fakultas Ekonomi

Universitas Muhammadiyah Surakarta

(Drs. H. Syamsudin, M.M.)

## MOTTO

*Guru terbesar adalah pengalaman, keberanian terbesar adalah sabar, kesalahan terbesar adalah putus asa, dosa terbesar adalah takut, Kebanggaan terbesar adalah kepercayaan, pemberian terbesar adalah partisipasi, modal terbesar adalah percaya diri, rahasia terbesar adalah kematian.*

*(Ali bin Abu Tholib)*

*Seberat apa pun cobaan yang diberikan oleh-Nya pada akhirnya akan membuat kita menjadi manusia yang lebih bertanggung jawab dan berguna, Syukurilah seluruh anugerah-Nya dengan hati tulus ikhlas.*

*Everything happens, happens for a reasons*

*Suatu persahabatan dan persahabatan hakiki adalah didasari Nur Ilahi yang tertanam dalam hati sebagai pancaran Islami yang mengajarkan kasih sayang dan cinta kasih sesama insane Ilahi untuk meraih surgawi yang abadi*

*(Khairol Ghibran)*

## PERSEMBAHAN

*Alhamdulillah,*

**Puji syukur kehadiran Allah SWT,  
akhirnya Laporan Skripsi ini dapat  
Penulis selesaikan.**

### **Kupersembahkan untuk:**

*Ayahanda dan Ibunda tercinta, makasih atas semua petuah bijak,  
Serta doamu yang telah membimbingku menuju keberhasilan.*

*Adik serta kekasihku yang tersayang  
Sahabat-sahabatku, terimakasih atas kebersamaan kita selama ini  
serta bantuan dan doronganmu, tetaplah bersatu dalam hati,  
satu jiwa dan satu rasa serta persahabatan yang tulus dan ikhlas.*

*Almamaterku.*

## KATA PENGANTAR



*Assalamu'alaikum Wr. Wb.*

Dengan memanjatkan puji syukur Alhamdulillah atas kehadiran Allah SWT karena berkat, rahmat dan hidayah-Nya, serta dengan usaha yang sungguh-sungguh, akhirnya penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “**Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap kebijakan hutang pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia**” sebagai salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang tulus dan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada semua pihak yang telah membantu baik secara langsung maupun tidak langsung hingga selesainya skripsi ini.

Ucapan terima kasih dan penghargaan yang tulus penulis haturkan kepada:

1. Bapak Drs. H. Syamsudin, M.M selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta.
2. Bapak Drs. M. Abdul Aris, M.Si selaku dosen pembimbing yang dengan arif dan bijak telah memberikan bimbingan dan penghargaan dalam penulisan skripsi ini.
3. Bapak Dr. Noer Sasongko, S.E. M.Si. selaku Pembimbing Akademik yang selama ini selalu memberikan arahan-arahan dengan sabar dan bijak.

4. Seluruh Dosen dan Staf Karyawan di Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Surakarta yang telah memberikan ilmu serta bantuan kepada penulis.
5. Bapak dan Ibuku tercinta yang selalu menenangkan, menyejukan jiwa serta pikiranku dengan nasehat dan pesan-pesannya, terimakasih atas semua yang telah Bapak dan Ibu berikan (maaf kalau selama ini hanya kata sayang yang mampu terucap sedang perbuatan tak sesuai dengan lisan). Semoga Allah SWT membalas dengan Jannah-Nya.
6. Dan semua pihak yang telah memberikan bantuan yang berguna bagi penyusunan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan makalah skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan. Dengan segala kerendahan hati, penulis akan menerima kritik dan saran yang bersifat membangun demi kesempurnaan skripsi ini. Penulis berharap semoga naskah skripsi ini bermanfaat bagi penulis khususnya dan pembaca pada umumnya.

***Wassalamualaikum Wr.Wb.***

Surakarta, Oktober 2008

Penulis

## DAFTAR ISI

	Halaman
<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	i
<b>HALAMAN PENGESAHAN.....</b>	ii
<b>HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI.....</b>	iii
<b>HALAMAN MOTTO .....</b>	iv
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN .....</b>	v
<b>KATA PENGANTAR.....</b>	vi
<b>DAFTAR ISI.....</b>	viii
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	xii
<b>DAFTAR GAMBAR.....</b>	xiii
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	xiv
<b>ABSTRAKSI.....</b>	xv
<b>BAB I. PENDAHULUAN</b>	
A. Latar Belakang .....	1
B. Perumusan Masalah .....	8
C. Tujuan Penelitian .....	8
D. Manfaat Penelitian .....	9
E. Sistematika Penulisan .....	9

## BAB II. LANDASAN TEORI

A. Keputusan Finansial .....	11
B. Kepemilikan Manajerial ( <i>Managerial Ownership</i> ) dan Kepemilikan Institusional ( <i>Institutional Ownership</i> ) .....	13
1. Kepemilikan manajerial.....	13
2. Kepemilikan institusional .....	15
C. Karakteristik Hutang .....	19
D. Kebijakan Hutang.....	17
E. <i>Review</i> Penelitian Terdahulu.....	20
F. Kerangka Pemikiran.....	22
G. Hipotesis .....	24

## BAB III METODE PENELITIAN

A. Desain Penelitian .....	26
B. Populasi dan Sampel Penelitian.....	26
C. Data dan Sumber Data.....	27
D. Metode Pengumpulan Data.....	27
E. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya .....	28
1. Variabel dependen.....	28
2. Variabel independen.....	29
a). Kepemilikan manajerial .....	29
b). Kepemilikan institusional .....	29

F. Metode Analisis Data.....	30
1. Uji asumsi klasik.....	30
a). Normalitas.....	30
b). Multikolinieritas.....	31
c). Autokorelasi.....	31
d). Heteroskedastisitas.....	32
2. Pengujian Hipotesis.....	33
Uji model (Uji F).....	33
Uji t.....	34

#### BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Statistik Deskriptif.....	35
B. Analisis Data.....	37
1. Uji Asumsi Klasik.....	37
a). Uji Normalitas.....	37
b). Uji Multikolinieritas.....	37
c). Uji Heteroskedastisitas.....	38
d). Uji Autokorelasi.....	39
2. Pengujian Hipotesis.....	39
a). Analisis Regresi Berganda.....	39
b). Uji F.....	41
c). Uji t.....	41
C. Pembahasan.....	42

**BAB V PENUTUP**

A. Kesimpulan .....	45
B. Keterbatasan Penelitian .....	46
C. Saran-saran .....	46

**DAFTAR PUSTAKA**

**LAMPIRAN**

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel IV.1 Proses Pemilihan Sampel.....	35
Tabel IV.2 Statistik Deskriptif .....	36
Tabel IV.3 Hasil Uji Multikolinearitas .....	38
Tabel IV.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....	38
Tabel IV.5 Hasil Uji Autokorelasi .....	39
Tabel IV.6 Hasil Analisis Regresi Berganda .....	40
Tabel IV.7 Hasil Uji t.....	41

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar II. 1 Kerangka Pemikiran .....	23

## **DAFTAR LAMPIRAN**

- Lampiran 1. Deskriptives
- Lampiran 2. Regression
- Lampiran 3. Normality test
- Lampiran 4. Multicolinearitas test
- Lampiran 5. Heteroskedasticity test
- Lampiran 6. Autokorelation test
- Lampiran 7. Data Penelitian
- Lampiran 8. Tabel Nilai F
- Lampiran 9. Tabel nilai t

## ABSTRAKSI

Pemilik saham yang sekaligus juga termasuk dalam manajemen perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pencairan dana. Keputusan tersebut dapat berupa keputusan untuk menggunakan hutang atau dengan mengeluarkan saham baru. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen dapat berpengaruh terhadap keputusan pencairan dana, sehingga hal ini akan menjembatani perbedaan tersebut. Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial (MOWN) dan kepemilikan institusional (INST) terhadap kebijakan hutang (DR) perusahaan pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Jakarta.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non manufaktur yang selama tiga periode waktu yaitu 2004-2006 di BEI serta melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory*. Pengambilan sampel menggunakan purposive sampling. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan diperoleh jumlah sampel 41 perusahaan. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda, uji t dan uji F.

Hasil uji t diperoleh kesimpulan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Debt Ratio. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas t untuk MOWN sebesar 0,125 lebih besar dari 0,05. Variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Debt Ratio. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas t untuk INST sebesar 0,005 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa  $H_a$  diterima, berarti INST berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

Hasil uji F menunjukkan bahwa kedua variabel yaitu MOWN dan INST mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas F sebesar  $0,003 < 0,05$ . Maka dapat disimpulkan bahwa  $H_a$  diterima artinya ada pengaruh yang signifikan dari MOWN dan INST terhadap Debt Ratio.

Kata kunci : kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang

## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **A. Latar Belakang Masalah**

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Namun pihak manajemen atau manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik tersebut dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut, namun dengan munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Teori keagenan menyebabkan bahwa *agency cost* yaitu jumlah biaya yang dikeluarkan untuk kepentingan struktural, akademisi dan pelaksanaan kontrak (baik formal maupun non-formal), ditambah *residual loss* (Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati: 2002). Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan, hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran-pengeluaran yang dilakukan oleh manajemen akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan deviden yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan

agar pendanaan tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa penggunaan hutang mengandung resiko yang tinggi.

Pemilik saham yang sekaligus juga termasuk dalam manajemen perusahaan dapat mempengaruhi keputusan pencairan dana. Keputusan tersebut dapat berupa keputusan untuk menggunakan hutang atau dengan mengeluarkan saham baru. Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen dapat juga berpengaruh terhadap keputusan pencairan dana, sehingga hal ini akan menjembatani perbedaan tersebut.

Untuk mengurangi biaya *agency cost* dapat dilakukan dengan beberapa alternatif yaitu: pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, selain itu manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jesen dan Meckling dalam Wahidahwati: 2002). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

Alternatif kedua adalah dengan meningkatkan *dividend payout ratio*, perusahaan yang membagikan deviden dapat saja diartikan bahwa perusahaan tersebut mendapatkan keuntungan sehingga keuntungan yang ada diperusahaan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai deviden, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan

manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Akan tetapi pembagian deviden dapat saja berarti bahwa perusahaan tersebut tidak mempunyai prospek yang baik pada masa yang akan datang sehingga keuntungan yang tidak dibagikan sebagai deviden dapat digunakan sebagai laba ditahan untuk melakukan investasi dan pembiayaan perusahaan yang nantinya akan meningkatkan nilai dari perusahaan.

Alternatif ketiga adalah meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen disamping itu hutang juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada didalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen.

Alternatif keempat adalah *institutional investor* sebagai monitoring agents. Kepemilikan institusional akan mengawasi keputusan-keputusan yang diambil oleh manajemen dan mengawasi pelaksanaan dalam memajukan perusahaan.

Distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institusional investor dan *shareholder dispersion* dapat mengurangi *agensi cost* (Moh'd, et al dalam Wahidahwati: 2002). Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh investor institusional dan kepemilikan oleh institusi akan

mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh hutang, dan ekuitas, tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional (Jesen dan Meckling dalam Masdupi: 2005). Setiap perusahaan selalu dituntut untuk bertindak yang terbaik dalam beroperasi dan mengembangkan usahanya. Hal ini didasari oleh semakin ketatnya persaingan dunia usaha dalam mencapai tujuan-tujuannya. Dari sudut pandang manajemen keuangan bertujuan untuk berusaha memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*shareholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, pendanaan dan deviden yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Untuk mencapai tujuan tersebut terkadang pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada orang yang profesional dan dikelompokan sebagai manajer dan insider. Namun sering sekali pihak manajer perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut, sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Penelitian yang mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang telah banyak dilakukan dimana hal tersebut dikaitkan dengan kemampuan pihak manajemen dan para investor perusahaan dalam mengambil keputusan yang tepat. Penelitian ini tidak akan menghasilkan jawaban yang maksimal dari yang sebenarnya tanpa ada teori-

teori penemuan-penemuan sebelumnya yang mendukung. Diantara hasil penelitian yang mendukung tersebut adalah sebagai berikut:

Bathala et.al (1994) seperti dikutip oleh Sihombing (2000:30) penelitian tersebut menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan *insider*, *earning volatility*, *research and development*, *advertising expenses*, *growth*, *institutional ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

Sihombing (2000) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *debt ratio* dari 167 perusahaan yang diteliti. Variabel kontrol seperti *firm size*, dan *earning volatility* juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, sedangkan *growth* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *debt ratio*.

Faisal (2000) menunjukkan bahwa kehadiran *managerial ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang namun berarah negatif yang konsisten dengan penelitian Bathala et.al (1994). Penelitian ini menghasilkan bahwa *institutional ownership* pada perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan.

Wahidahwati (2002) menguji hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan *institutional ownership* terhadap penggunaan hutang perusahaan. Sebagai objek penelitian difokuskan

pada 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1995 dan 1996. Menurut Wahidahwati, kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang. Adanya *monitoring* yang efektif oleh pemilik institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil oleh pihak institusional.

Makmun (2003) menguji *insider ownership*, *dividend*, *profit* dan perubahan aktiva pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap hutang, *dividend* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, variabel *profit* mempunyai pengaruh negatif terhadap perusahaan, sedangkan pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap hutang.

Priyono Widodo (2005) menguji hipotesis pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership* dan *growth* terhadap *debt ratio* pada perusahaan jasa sebagai objek penelitian yaitu 88 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2000 sampai tahun 2002. Menurut Priyono Widodo, kehadiran *managerial ownership*, *institutional ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Priyono Widodo (2005) yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan. Peneliti tertarik untuk mengkaji keterlibatan pemegang saham dalam menentukan kebijakan hutang perusahaan, karena hal ini akan

mempengaruhi masyarakat sebagai calon untuk menentukan keputusan investasinya terhadap perusahaan yang bersangkutan.

Penelitian ini menguji kembali variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan pada penelitian Priyono Widodo (2005) dengan tidak menyertakan variabel dependen *growth*. Penelitian ini untuk membuktikan kembali pengaruh kepemilikan saham oleh manajerial dan institusional dalam mengendalikan hutang perusahaan. Namun dari penelitian sebelumnya selalu memiliki hasil arah yang tidak konsisten, sehingga ada ketertarikan untuk menguji kembali pengaruh variabel tersebut pada penelitian kali ini.

Dalam penelitian ini menggunakan perusahaan non manufaktur yang ada di Indonesia sebagai sampel dengan harapan ada keseragaman kebijakan dalam struktur kepemilikan dan hutang. Selain itu, jumlah populasi perusahaan non manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) relatif lebih besar dibandingkan dengan jenis perusahaan lain, sehingga memungkinkan perolehan jumlah sampel lebih besar pula. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada tahun penelitian yang digunakan.

Penelitian ini mencoba menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia dan melaporkan laporan keuangannya secara lengkap dan dipublikasikan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dengan judul :

**“PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG PERUSAHAAN PADA PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR DI BEI ”.**

**B. Perumusan Masalah**

Berdasarkan uraian diatas, maka permasalahan yang akan diteliti dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia?

**C. Tujuan Penelitian**

Tujuan penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris mengenai Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan pada perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

#### **D. Manfaat Penelitian**

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini antara lain :

1. Memberikan tambahan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan para investor tentang kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dan aplikasinya tentang kebijakan hutang perusahaan non manufaktur sebagai alat *monitoring* dalam meminimumkan biaya keagenan.
2. Memberikan masukan bagi para investor dan calon investor perusahaan non manufaktur dalam membuat keputusan investasi, apakah kehadiran mereka selama ini sudah cukup efektif atau dalam melakukan *monitoring* terhadap manajemen .karena berhubungan dengan modal yang mereka investasikan.
3. Menyediakan informasi yang mungkin diperlukan untuk penelitian bagi para akademisi dan praktisi dibidang akuntansi keuanagn dimasa datang.

#### **E. Sistematika Penulisan**

Dalam penelitian skripsi ini, sistematika penulisan terdiri dari lima bab dan pada masing-masing bab tersebut akan diuraikan mengenai hal-hal sebagai berikut ini:

##### **BAB I : PENDAHULUAN**

Bab ini berisi latar belakang masalah , perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

## BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan tinjauan pustaka, keputusan keuangan, kepemilikan manjerial dan kepemilikan institusional, karakteristik hutang, kebijakan hutang, faktor-faktor yang digunakan dalam penelitian ini, review penelitian terdahulu, kerangka teoritis, dan pengembangan hipotesis.

## BAB III : METODE PENELITIAN

Dalam bab ini akan menjelaskan ruang lingkup penelitian, populasi sampel dan teknik pengambilan sampel, data dan sumber data, metode pengumpulan data, definisi oprasional variabel dan metode analisis data.

## BAB IV : ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Bab ini membahas mengenai data yang digunakan, pengolahan terhadap data tersebut? hasil dari analisis data dan pembahasannya.

## BAB V : KESIMPULAN

Dalam bab ini berisi kesimpulan yang didapatkan dari hasil analisis yang dilakukan , keterbatasan dan implikasi riset yang akan datang.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **A. Keputusan Finansial**

Menurut Suad Hasan (1996:3) keputusan yang perlu diambil pada dasarnya dapat dibagi menjadi tiga. **Pertama**, berapa jumlah yang akan dikonsumsi untuk setiap periode (keputusan konsumsi); Apakah akan mengkonsumsi banyak pada periode awal, dan sedikit pada periode-periode akhir atautkah sebaliknya.

**Kedua**, bagaimana kelebihan penghasilan dapat diinvestasikan (keputusan investasi). Tersedia berbagai alternatif yang mungkin dipilih karena dihadapkan pada berbagai pilihan, maka harus mengambil keputusan. Sebagaimana mungkin untuk menyimpannya dalam deposito rupiah, yang lain menyimpannya dalam bentuk deposito dollar, sedangkan lainnya lagi untuk membeli sebidang tanah, dengan demikian dapat diketahui bahwa memilih jenis penggunaan dana tertentu pertimbangannya adalah penggunaan dana tersebut diharapkan akan paling menguntungkan.

**Ketiga**, bagaimana mendanai konsumsi dana atau investasi tersebut (keputusan pendanaan). Jika seseorang memerlukan suatu aktiva tertentu (mobil, rumah) yang tidak dapat dibayar secara tunai, maka individu tersebut akan mencari sumber pembiayaan yang dirasa paling menguntungkan (seperti pinjaman dengan bunga yang paling rendah) untuk membiayai kebutuhannya,

bukan mustahil ada yang berani meminjam dana dari bank untuk membeli apartemen dengan maksud disewakan (menggunakan hutang untuk investasi).

Banyak keputusan yang diambil oleh manajer keuangan baik itu kegiatan perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan dan berbagai kegiatan yang harus dijalankan oleh mereka. Meskipun demikian kegiatan-kegiatan tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua kegiatan utama, yaitu kegiatan menggunakan dana dan mencari pendanaan. Kegiatan tersebut disebut fungsi keuangan.

Salah satu aktivitas dalam perusahaan adalah pengelolaan keuangan, dimana dua kegiatan tersebut menentukan sumber pendanaan yang digunakan. Perusahaan harus menciptakan bauran atau kombinasi sumber dana sedemikian rupa sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Pada *agency theory* yang disebut *principal* adalah pemegang saham dan yang dimaksud *agen* adalah manajemen yang mengelola perusahaan (Jensen dan Meckling dalam Masdupi: 2005). Dalam manajemen keuangan, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, untuk itu maka manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Teori agensi terfokus pada dua individu yaitu *principal* dan *agent*. Baik *principal* maupun *agen* merupakan orang-orang ekonomi yang rasional yang semata-mata

termotivasi oleh kepentingan pribadi, tapi mereka merasa kesulitan antara membedakan antar penghargaan atas preferensi, kepercayaan dan informasi.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional dan manajer cenderung tidak menyukai resiko. Manajer tidak menanggung resiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan, resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (*principal*), dalam Wahidahwati (2001)..

## **B. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*) dan Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)**

### **1. Kepemilikan Manajerial (*Managerial Ownership*)**

Menurut Agus Sartono (2004) *managerial ownership* didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan. Secara matematik nilai *insider ownership* (IO) diperoleh dari persentase saham perusahaan yang dimiliki direksi dan komisaris.

Menurut Mello dan Person dalam Priyono Widodo (2005) Kepemilikan dalam (*Insider Ownership Concentration*) adalah persentase kepemilikan dewan direksi dan dewan komisaris atas saham perusahaan.

Menurut Wahidahwati (2002) *managerial ownership* (Kepemilikan Manajerial) adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris).

Kepemilikan saham oleh manajemen 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 (Jesen dan Meckling dalam Wahidahwati, 2002).

Untuk mensejajarkan antara kepentingan manajer dengan pemilik perusahaan, terdapat mekanisme khusus yang dapat digunakan untuk memotivasi manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan manajer. Salah satunya adalah memberikan atau meningkatkan kepemilikan saham terhadap manajer. Langkah ini ditunjukkan untuk (1) Menarik dan mempertahankan manajer yang cakap (2) Untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham.

Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau sebagai direktur disebut kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan ada suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Termasuk didalamnya adalah kebijakan menggunakan hutang. Pihak pemilik saham

cenderung berkeinginan untuk mengurangi penggunaan hutang, karena dengan banyaknya hutang akan menimbulkan resiko yang tinggi. Resiko perusahaan sepenuhnya merupakan tanggung jawab para pemegang saham bukan tanggung jawab manajer.

## 2. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Menurut Mello dan Person dalam Priyono Widodo (2005). Kepemilikan luar (*Outsider Ownership Concentration*) adalah persentase kepemilikan saham luar (non manajemen ) atas saham perusahaan.

Menurut Wahidahwati (2002) *Institutional Ownership* (Kepemilikan Institusional) yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dengan persentase (%).

Kepemilikan saham oleh pihak luar atau oleh *institutional investor* sebagai *monitoring* manajemen memiliki arti yang sangat penting. Adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan-perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan secara optimal. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Signifikansi kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Bila kepemilikan institusional tidak puas atas kinerja manajer, mereka langsung menjual sahamnya.

Perubahan perilaku kepemilikan institusional dari pasif menjadi aktif bisa meningkatkan akuntabilitas manjerial sehingga manajer akan lebih

berhati-hati dalam mengambil keputusan yang dapat berpengaruh terhadap perusahaan. Meningkatnya aktivitas kepemilikan institusional dalam melakukan *monitoring* disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh institusional yang telah meningkatkan kemampuan mereka. Untuk bertindak secara kolektif peningkatan aktivitas kepemilikan institusional juga didukung oleh usaha meningkatkan tanggung jawab manajer. Aktivitas pengawasan dapat dilakukan dengan meningkatkan para komite penasehat yang bekerja untuk melindungi kepentingan investor luar.

Konsisten dengan Fama dan Jensen (1983) dalam Faisal (2000) yang menyatakan bahwa mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai perusahaan sehingga tidak berada dalam pengawasan manajer. Dengan demikian, dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk mengawasi tindakan manajer.

Bentuk pengawasan lain adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi manajer dalam menjalankan usaha dan melalui rapat umum pemegang saham. Pada akhirnya, semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh institusi akan menyebabkan – pengawasan menjadi lebih efektif. Karena dapat mengendalikan perilaku yang oportunistik manajer dan tindakan pengawasan tersebut akan mengurangi *agency cost*.

### C. Karakteristik Hutang

Karakteristik hutang berkaitan dengan sisi semantik dari hutang. Pemahaman atas karakteristik hutang memainkan peranan penting dalam mengidentifikasi apakah transaksi atau peristiwa tertentu betul-betul memenuhi kriteria hutang sehingga dapat dicatat dan disajikan dalam laporan keuangan. Karakteristik tersebut berkaitan dengan identifikasi terhadap definisi hutang.

Menurut Standar Akuntansi Keuangan bagian kerangka dasar penyusunan laporan keuangan (2004:13, par 37), kewajiban (*liabilities*) merupakan hutang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumberdaya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi.

Menurut Munawir (1992; ...) hutang adalah semua kewajiban keuangan perusahaan pada pihak lain yang belum terpenuhi, dimana hutang ini merupakan sumber dana atau modal perusahaan yang berasal dari kreditur.

Hutang (kewajiban) memiliki dua komponen utama yaitu :

1. Adanya kewajiban sekarang dalam bentuk pengorbanan, manfaat ekonomi dimasa mendatang dari penyerahan barang atau jasa.
2. Berasal dari transaksi atau kejadian masa lalu.

## 1. Kewajiban Sekarang

Kewajiban sekarang memiliki arti bahwa kewajiban tersebut timbul karena pada saat sekarang suatu entitas memiliki tanggung jawab yang tidak dapat dihindari untuk mengerahkan barang atau jasa.

Hutang juga sering disebut dengan hak tertentu pihak lain terhadap aktiva suatu perusahaan. Hal ini disebabkan suatu unit usaha dapat memiliki aktiva atau jasa karena adanya pihak lain yang menyediakan dana untuk memperoleh aktiva atau jasa tersebut. Oleh karena itu, jumlah aktiva yang ada pada neraca pada dasarnya merupakan hak pihak lain terhadap sumber ekonomi perusahaan (aktiva), sehingga entitas memiliki kewajiban untuk menyerahkan aktiva atau jasa pada pihak lain tersebut.

Kewajiban dapat dikelompokkan kedalam dua jenis yaitu kewajiban pada kreditor (hutang) dan kewajiban pada pemilik (*Owner Equity*). Meskipun kedua hak tersebut memiliki hak terhadap aktiva namun keduanya itu memiliki hak yang berbeda. Kreditor memiliki hak untuk lebih utama didahulukan pelunasannya dalam kasus likuidasi, hak pelunasan tersebut cenderung bersifat pasti baik jumlah maupun pembayarannya. Sedangkan untuk pemilik, hak atas aktiva hanya didasarkan pada sisa aktiva setelah kewajiban terhadap aktiva terpenuhi.

## 2. Hasil Transaksi Masa Lalu

Syarat lain dari hutang adalah berasal dari transaksi masa lalu. Transaksi tersebut menunjukkan transaksi yang benar-benar telah terjadi sehingga

digunakan untuk memastikan bahwa hanya kewajiban sekarang yang harus dicatat sebagai hutang dalam neraca.

#### **D. Kebijakan Hutang**

Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Para pemegang saham hanya peduli pada resiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya peduli pada resiko perusahaan secara keseluruhan. Keputusan pendanaan menyangkut tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan. Secara umum sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal atau modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan dan sedangkan modal berasal dari modal sendiri atau dari hutang. Brigham et. al dalam Kaaro (2002) dalam Priyono Widodo (2005) mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga mempunyai keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan hutang adalah:

1. Biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah.
2. Kreditur hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan.
3. *Bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Penggunaan hutang memiliki kelemahan karena:

1. Hutang yang semakin tinggi meningkatkan resiko, sehingga suku bunganya akan semakin tinggi pula.
2. Bila dalam perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan oprasi akan menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi eksterim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan.

Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dengan hutang. Karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut, dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi.

#### **E. *Review* Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang mengenai faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan yang telah banyak dilakukan dimana hal tersebut dikaitkan dengan kemampuan pihak manajemen dan para investor perusahaan dalam mengambil keputusan yang tepat. Penelitian ini tidak akan menghasilkan jawaban yang maksimal dari yang sebenarnya tanpa ada teori-teori penemuan-penemuan sebelumnya yang mendukung. Diantara hasil penelitian yang mendukung tersebut adalah sebagai berikut:

Bathala et.al (1994) menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap *debt ratio* dan *insider ownership* dengan beberapa variabel kontrol. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan *insider*, *earning volatility*, *research and development*, *advertising expenses*, *growth*, *institutional ownership* memiliki hubungan yang negatif terhadap *debt ratio*.

Sihombing (2000) juga menemukan bahwa kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *debt ratio* dari 167 perusahaan yang diteliti. Variabel kontrol seperti *firm size*, dan *earning volatility* juga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, sedangkan *growth* tidak memiliki hubungan yang signifikan terhadap *debt ratio*.

Faisal (2000), Ardiana (2004), Nanik Sunarni (2005) menunjukkan bahwa kehadiran *managerial ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang namun berarah negatif yang konsisten dengan penelitian Bathala et.al (1994). Penelitian ini menghasilkan bahwa *institutional ownership* pada perusahaan manufaktur yang diteliti memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio hutang perusahaan.

Wahidahwati (2002) menguji hipotesis mengenai pengaruh kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan *institutional ownership* terhadap penggunaan hutang perusahaan. Sebagai objek penelitian difokuskan pada 61 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1995 dan 1996. menurut wahidahwati, kehadiran kepemilikan institusional pada industri manufaktur mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang. Adanya

*monitoting* yang efektif oleh pemilik institusional menyebabkan penggunaan hutang menurun, karena peranan hutang sebagai salah satu alat *monitoring* sudah diambil oleh pihak institusional.

Makmun (2003) menguji *insider ownership*, *dividend*, *profit* dan perubahan aktiva pada perusahaan manufaktur. Hasil penelitian menunjukkan *insider ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap hutang, *divident* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang, variabel *profit* mempunyai pengaruh negatif terhadap perusahaan, sedangkan pertumbuhan aktiva mempunyai pengaruh positif terhadap hutang.

Priyono widodo (2005) menguji hipotesis pengaruh managerial *ownership*, *institusional ownership* dan *growth* terhadap *debt ratio* pada perusahaan jasa sebagai objek penelitian yaitu 88 perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2000 sampai tahun 2002. Menurut Priyono widodo, kehadiran *managerial ownership*, *institusional ownership* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*.

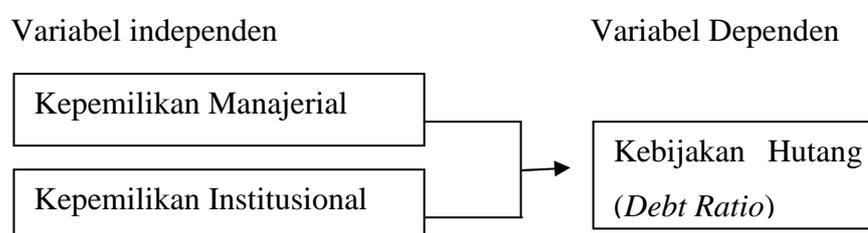
## **F. Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran membantu menjelaskan hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan manajerial 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. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan ada suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan termasuk didalamnya adalah kebijakan menggunakan hutang. Pihak pemilik saham cenderung berkeinginan untuk mengurangi penggunaan hutang, karena dengan banyaknya hutang akan meningkatkan resiko perusahaan.

Kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer yang kaitanya dengan penggunaan hutang terhadap kinerja manajerial.

Memperhatikan variabel-variabel (baik variabel independen maupun variabel dependen) yang akan digunakan dalam penelitian ini secara ringkas digambarkan sebagai berikut:



**Gambar II.1 Kerangka pemikiran**

Mengacu pada kerangka pemikiran diatas antara variabel dalam penelitian ini adalah bersifat kausal yaitu variabel bebas (independen) dinyatakan dalam X meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sedangkan variabel dependen dinyatakan dengan Y atau kebijakan hutang.

## G. Hipotesis

### 1. Pengaruh Kepemilikan Manjerial Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt Ratio*)

Kepemilikan manajerial atas ekuitas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manjer perusahaan dengan pihak eksteren dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkatnya kepemilikan oleh manjerial akan menyebabkan manjer semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik. Karena mereka ikut menanggung konsekwensi dari tindakanya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah. (Faisal, 2000:23) dengan kata lain kepemilikan manjerial ini dapat meminimumkan biaya keagenan. Penelitian oleh Friend dan Lang (1988), Wahidahwati (2002) menguji apakah struktur modal perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepemilikan manajemen penelitian ini menemukan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara *debt ratio* dengan *manajerial ownership*.

Hasil serupa juga diperoleh Batha et. al (1994) dalam Sihombing (2000:30) Sihombing (2000) dan Wahidahwati (2002). Seadangkan hasil penelitian Faisal (2000) Makmun (2003), Ardiana (2004), Nanik Sunarni (2005) dan Priyono Widodo (2005) menentukan hasil yang tidak signifikan. Walaupun arahnya konsiosten dengan penelitian-penelitian diatas. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan

manjerial turut mempengaruhi tingkat hutang perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha<sub>1</sub> : Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*).

## 2. Pengaruh Kepemilikan Institusioanal Terhadap Kebijakan Hutang (*Debt Ratio*)

Penelitian Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer terhadap penggunaan hutang.

Penelitian Moh'd et. al dalam Masdupi (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan negatif dan signifikan dengan *debt ratio*. Hasil serupa juga diperoleh dalam penelitian yang dilakukan oleh Berhala et.al dalam Wahidahwati (2002). Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Ha<sub>2</sub> : Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

### **BAB III**

#### **METODE PENELITIAN**

##### **A. Desain Penelitian**

Penelitian ini merupakan penelitian studi empiris yaitu merupakan penelitian terhadap fakta empiris yang diperoleh berdasarkan *observasi* atau pengalaman. (Nur Indriantoro, 2000:29). Penelitian ini didesain untuk menguji secara empiris pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Dimensi waktu yang digunakan adalah *cross sectional*, yang artinya penelitian ini dilakukan pada suatu waktu tertentu. Dalam penelitian ini periode pengamatan yang digunakan yaitu mulai dari tahun 2004 sampai dengan 2006.

##### **B. Populasi, Sampel dan Tehnik Pengambilan Sampel**

Populasi menunjukkan pada sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang mempunyai karakteristik tertentu (Sekaran, 2000). Populasi yang akan di teliti dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non manufaktur yang selama tiga periode waktu yaitu 2004-2006 di BEI serta melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory*.

Sampel merupakan bagian dari populasi terdiri dari beberapa anggota yang dipilih dari populasi (Sekaran, 2000). Pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu sampel yang diambil adalah sampel yang

memiliki kriteria-kriteria tertentu. Pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

- a. Perusahaan non manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan.
- b. Adanya informasi kepemilikan saham oleh manajer (komisaris dan direktur) dan adanya informasi kepemilikan saham oleh institusional.
- c. Adanya informasi tentang rasio hutang perusahaan yang ditunjukkan oleh *debt to equity*.

### **C. Data dan Sumber Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh, data tersebut dari pihak lain yang telah mengumpulkannya dan menerbitkannya (Djarwanto, 2001:10) data tersebut bersumber dari laporan keuangan yang terdapat di *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan mengenai jumlah hutang perusahaan, data *prosentase* (%) kepemilikan saham oleh manajemen (Direktur dan Komisaris), data *prosentase* (%) kepemilikan saham oleh institusional.

### **D. Metode Pengumpulan Data**

Pengambilan data sampel penelitian ini dilakukan dengan metode penggabungan atau *pooling data* atau *time series cross sectional* (Wahidahwati, 2002). *Pooling data* dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan non manufaktur yang memenuhi kriteria selama periode

pengamatan untuk memungkinkan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar (Sihombing, 2000:38) .

## E. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya.

### 1. Variabel Dependen

#### Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek (permanen), hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa dan perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal. Untuk menggambarkan kebijakan hutang perusahaan digunakan *Debt to Equity (DER)*. Semakin besar jumlah hutang yang dibandingkan dengan keseluruhan modal sendiri yang dimiliki, berarti resiko bagi *investor* (pemodal) semakin tinggi. Secara matematis menurut Tarjo (2005) dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$Debt\ to\ equity = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity}$$

Keterangan :

*Total Debt* = Total kewajiban (utang) yang dimiliki perusahaan

*Total Equity* = Total ekuitas (modal sendiri) yang dimiliki perusahaan

## 2. Variabel Independen

### a) Kepemilikan Manajerial

*managerial ownership* didefinisikan sebagai persentase suara yang berkaitan dengan saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan direksi suatu perusahaan (Agus Sartono, 2004). Kepemilikan manajerial ini diukur dari jumlah presentase (%) saham yang dimiliki oleh manajer. Variabel ini diberi simbol MOWN. Menurut Erni Masdupi (2005), untuk mengukur variabel kepemilikan manajerial, formulanya sebagai berikut :

$$\text{MOWN} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki manajer dan dewan komisaris}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

### b) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional yaitu proposi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase (%). Variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih oleh pihak investor institusional. Variabel ini diberi simbol INST Menurut Erni Masdupi (2005), untuk mengukur variabel kepemilikan institusional, formulanya sebagai berikut :

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

## F. Metode Analisis Data

Untuk menganalisis tingkat pengaruh Kebijakan Hutang sebagai variabel dependen dengan beberapa variabel Independen maka dibentuk model analisis yang menggunakan model regresi linier berganda. Model penelitian ini diestimasi dengan menggunakan metode OLS (*Ordinary Least Square*) dalam pengujian masing- masing hipotesis (Wahidahwati, 2001; Tarjo dan Jogiyanto, 2003).

Agar model dapat dianalisis dan memberikan hasil yang representatif, maka model tersebut harus memenuhi pengujian asumsi- asumsi klasik berikut:

### 1. Uji Asumsi Klasik

Model regresi akan menghasilkan *estimator* tidak bias yang baik jika terpenuhi asumsi klasik, yaitu Normalitas (data berdistribusi normal), Heteroskedastisitas, Autokorelasi dan Multikolinieritas. Berikut ini akan dibahas secara lebih rinci mengenai asumsi klasik yang telah disebut di atas :

#### a. Uji Normalitas

Uji normalitas data bertujuan untuk menguji apakah residual dari model regresi berdistribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal.

(Ghozali, 2001 : 83) pengujian normalitas data dalam penelitian ini menggunakan uji *Kolmogorov. Smirnov*. Data dikatakan normal jika nilai asymp. Sign / asymptotic significance dua sisi  $> 0,05$  dan sebaliknya. (Santoso, 2001 : 293).

b. Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independent). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak orthogonal. Variabel orthogonal adalah variable bebas yang nilai korelasi antar sesama variabel bebas sama dengan nol (Ghozali, 2001 : 63)

Indikator untuk mendeteksi adanya multikolinieritas yaitu dengan Variance Inflation Factor (VIF) dan tolerance. Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah mempunyai nilai VIF lebih kecil dari 10 dan mempunyai angka tolerance lebih besar dari 0,10 (hair et. al, 1995 : 193)

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi merupakan pengujian hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (time series). Konsekuensi adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi model regresi yang dihasilkan tidak

dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independent tertentu. Autokorelasi bias diatasi dengan cara melakukan transformasi data atau menambah data observasi. Secara umum patokan dalam pengujian autokorelasi adalah jika angka Durbin Watson dibawah -2 berarti ada autokorelasi positif, dan bila diantara -2 sampai 2 berarti tidak ada autokorelasi, jika di atas 2 berarti ada autokorelasi negative (Santoso, 2001 : 219)

d. Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homokedastisitas dan jika beda disebut Heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas (Ghozali, 2001:77)

Pendeteksian ada tidaknya Heteroskedastisitas digunakan Uji Park. Deteksi adtidaknya Heteroskedastisitas dengan melihat probabilitasnya, apabila pada tingkat kepercayaan 5 %. Jika probabilitas yang dihasilkan lebih dari 5 % maka tidak mengandung Heteroskedastisitas dan apabila probabilitas yang dihasilkan lebih kecil dari 5 % maka mengandung adanya Heteroskedastisitas.

## G. Pengujian Hipotesis

Metode regresi berganda yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah sebagai berikut :

$$DER = \alpha + \beta_1 (MOWN) + \beta_2 (INST) + e$$

Keterangan :

*DER* : *debt to equity ratio* sebagai kebijakan hutang

MOWN : Kepemilikan saham oleh pihak manajemen

INST : Kepemilikan saham oleh pihak luar atau institusi

$\alpha$  : Konstanta

$\beta_1, \beta_2$  : Koefisien regresi dari setiap variabel independent

*e* : *Error term*.

### Uji model (Uji F)

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh variabel independent secara serentak terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajerial (MOWN), dan kepemilikan institusional (INST) yang merupakan variabel independen diuji pengaruhnya secara serentak terhadap Kebijakan Hutang (variabel dependen). Kriteria pengujiannya adalah  $H_0$  ditolak bila  $F_{hitung} \leq F_{tabel}$  sedangkan  $H_0$  diterima bila  $F_{hitung} > F_{tabel}$  atau dengan melihat nilai P (probabilitas) yaitu jika  $P > \alpha$  maka  $H_0$  ditolak dan jika  $P < \alpha$  maka  $H_0$  diterima.

## Uji t

Pengujian ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah secara individu variabel independen mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Dalam penelitian ini variabel kepemilikan manajerial (MOWN), dan kepemilikan institusional (INTS) secara individu diuji pengaruhnya terhadap kebijakan hutang (variabel dependen). Apabila tingkat signifikansi diperoleh (*p-value*) lebih kecil dari 0,05 maka  $H_0$  ditolak/ $H_a$  diterima atau dengan  $\alpha = 5\%$  variabel independent tersebut berhubungan secara statistik terhadap variabel dependennya. Kriteria pengujian  $H_a$  ditolak, bila  $-t_{\text{tabel}} \leq t_{\text{hitung}} \leq t_{\text{tabel}}$  sedangkan  $H_a$  diterima, bila  $t_{\text{hitung}} < -t_{\text{tabel}}$  atau  $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$ .

## BAB IV

### ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

#### A. Statistik Deskriptif

##### 1. Pengumpulan Data dan Penentuan Sampel

Penelitian ini didesain untuk menguji secara empiris pengaruh antara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan hutang. Dimensi waktu yang digunakan adalah *cross sectional*, yang artinya penelitian ini dilakukan pada suatu waktu tertentu. Dalam penelitian ini periode pengamatan yang digunakan yaitu mulai dari tahun 2004 sampai dengan 2006. Populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non manufaktur yang selama tiga periode waktu yaitu 2004-2006 di BEI serta melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan dipublikasikan di *Indonesian Capital Market Directory*. Kemudian dari populasi tersebut diambil sampel sesuai dengan yang memenuhi kriteria tertentu. Proses pengambilan sampel dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel IV.1**  
**Proses Pemilihan Sampel**

Kriteria	Jumlah
- Perusahaan non manufaktur 2004-2006	579
- Perusahaan yang tidak memiliki (%) prosentase kepemilikan manajerial dan institusional	(426)
- Perusahaan yang tidak memiliki informasi rasio hutang	(30)
Jumlah Sampel	123

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan diperoleh jumlah sampel 41 perusahaan. Pada penelitian ini data disusun secara panel data (pooling data), jadi jumlah data yang diperoleh sebanyak 123 (41 x 3). Namun berdasarkan hasil uji normalitas data menunjukkan data tidak normal, sehingga dilakukan trimming terhadap data yang mengandung outliers. Hasil uji outliers dengan teknik univariate *outliers* (z-score) diperoleh 10 data yang mengandung *outliers*, sehingga data tersebut tidak digunakan, jadi jumlah data yang terpakai menjadi 113 unit data.

## 2. Statistik Deskriptif

Deskriptif statistik semua variabel yang digunakan dalam model disajikan dalam tabel berikut.

**Tabel IV.2**  
**Statistik Deskriptif**

Variabel	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
MOWN	0,01	35,97	5,72	8,73
INST	3,02	94,93	63,45	20,69
DER	0,01	4,09	1,05	0,95

Sumber: Data diolah

Dari tabel IV.2 diatas diketahui nilai rata-rata kepemilikan saham oleh manajerial (MOWN) sebesar 5,72%, dengan nilai minimum sebesar 0,01% dan nilai maksimum sebesar 35,97% dengan standar deviasi sebesar 8,73%. Nilai rata-rata kepemilikan institusional (INST) sebesar 63,45%, dengan nilai minimum sebesar 3,02% dan nilai maksimum sebesar 94,93% dengan standar deviasi sebesar 20,69%. Nilai rata-rata variabel Debt Ratio

sebesar 1,05% dengan nilai minimum sebesar 0,01% dan nilai maksimum sebesar 4,09% dengan standar deviasi sebesar 0,95%.

## B. Analisis Data

Untuk menganalisis tingkat pengaruh Kebijakan Hutang sebagai variabel dependen dengan beberapa variabel independen maka dibentuk model analisis yang menggunakan model regresi linier berganda. Agar model dapat dianalisis dan memberikan hasil yang representatif, maka model tersebut harus memenuhi pengujian :

### 1. Pengujian Asumsi Klasik

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Agar hasil regresi sah maka harus terpenuhi asumsi klasik, yaitu *Normalitas, autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas*.

#### a. Uji *Normalitas*

Hasil analisis terhadap asumsi normalitas dengan *Kolmogorov-Smirnov* terhadap nilai residual dari persamaan regresi, menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,181. Hal ini menunjukkan bahwa nilai  $0,181 > 0,05$ , berarti dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

#### b. Uji *Multikolinieritas*

*Multikolinieritas* terindikasi apabila terdapat hubungan linier diantara variabel independen yang digunakan dalam model. Metode untuk menguji adanya *multikolinieritas* dilihat dari nilai *tolerance value* atau *Variance Inflation Factor (VIF)*. Hasil analisis menunjukkan bahwa nilai

VIF variabel independen dibawah nilai 10 dan *tolerance value* diatas 0,10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi *multikolinieritas* dalam model regresi sehingga model tersebut reliable sebagai dasar analisis. Hasil yang diperoleh dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel IV.3**  
**Hasil Uji *Multikolinieritas***

Variabel	Tolerance	VIF	Kesimpulan
MOWN	0,894	1,119	Bebas Multikolinieritas
INST	0,894	1,119	Bebas Multikolinieritas

Sumber: Data diolah

c. Uji *Heteroskedastisitas*

Untuk mendeteksi adanya *heteroskedastisitas*, digunakan model Glejser. Dari hasil uji ini, didapatkan bahwa nilai *sig* variabel independen diatas 0,05 berarti tidak terjadi *heteroskedastisitas* dalam model analisis. Hasil uji *heteroskedastisitas* dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel IV.4**  
**Hasil uji *Heteroskedastisitas***

Variabel	t-hitung	Sig.	Kesimpulan
MOWN	1,330	0,186	Bebas Heteroskedastisitas
INST	1,889	0,062	Bebas Heteroskedastisitas

Sumber: Data diolah

d. Uji Autokorelasi

Untuk mendeteksi adanya *autokorelasi*, dapat dilihat dari nilai *Durbin Watson (DW)*.

**Tabel IV.5**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Model	DW	dl	Du	4-du	Keterangan
Regresi Model	1,796	1,63	1,72	2,28	Bebas Auto

Dengan nilai *DW* sebesar 1,796 dimana angka tersebut berada diantara  $du - 4-du$  ( $1,72 \leq 1,796 \leq 2,28$ ), maka dapat disimpulkan tidak terjadi *autokorelasi*.

Berdasarkan uji asumsi klasik (*autokorelasi, multikolinieritas, heteroskedastisitas*) diperoleh bahwa dalam model yang digunakan sudah tidak terjadi penyimpangan asumsi klasik, artinya model regresi pada penelitian dapat digunakan sebagai dasar analisis.

## 2. Pengujian Hipotesis

### a. Analisis Regresi Berganda

Berdasarkan pengujian data, hasil regresi berganda untuk menguji faktor MOWN dan INST yang berpengaruh terhadap Debt Ratio, ditunjukkan pada tabel berikut:

**Tabel IV.6**  
**Hasil Uji Regresi Linier Berganda**

Variabel	Koefisien Regresi	t <sub>hitung</sub>	Signifikansi
Konstanta	-0,0255	-0,081	0,936
MOWN (X <sub>1</sub> )	0,01611	1,547	0,125
INST (X <sub>2</sub> )	0,01545	3,517	0,001
F hitung	6,275		
F Prob	0,003		
R <sup>2</sup>	0,102		
Adjusted R <sup>2</sup>	0,086		

Sumber: Data diolah

Berdasarkan tabel IV.5, diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DER} = -0,0255 + 0,01611 \text{ MOWN} + 0,01545 \text{ INST}$$

- a. Konstanta sebesar -0,0255 menunjukkan bahwa jika faktor MOWN, dan INST konstan maka besarnya Debt Ratio akan turun sebesar 0,0255%.
- b. Koefisien regresi MOWN (b<sub>1</sub>) bernilai positif yaitu 0,01611, hal ini menunjukkan bahwa MOWN mempunyai pengaruh positif terhadap Debt Ratio, artinya setiap ada kenaikan MOWN sebesar 1% maka Debt Ratio akan naik sebesar 0,01611%.
- c. Koefisien regresi INST (b<sub>2</sub>) bernilai positif yaitu 0,01545, hal ini menunjukkan bahwa INST mempunyai pengaruh positif terhadap Debt Ratio, artinya setiap ada kenaikan nilai INST sebesar 1% maka Debt Ratio akan naik sebesar 0,01545%.

## b. Uji F

Uji F adalah untuk menguji ketepatan model regresi, apakah kepemilikan manajerial (MOWN) dan kepemilikan institusional (INST) sudah tepat dalam mengukur Debt Ratio (Y). Berdasarkan data yang diolah bahwa nilai  $F_{hitung}$  (6,275) lebih besar dari  $F_{tabel}$  (3,00) dengan ketentuan  $\alpha = 5\%$ ;  $k = 2$ ;  $n = 123$ ; ( $\alpha$ ;  $k$ ;  $n - k - 1$ ).. hasil uji dari distribusi  $F_{hitung}$  (6,275) lebih besar dari  $F_{tabel}$  (3,00) dapat disimpulkan bahwa  $H_a$  diterima artinya ada pengaruh yang signifikan dari MOWN dan INST terhadap Debt Ratio, hal ini menunjukkan bahwa variabel independen sudah tepat dalam mengukur variabel dependennya sehingga model regresi sudah fit.

## c. Uji t

Hasil uji t dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

**Tabel IV.8**  
**Hasil uji t**

Variabel	t-hitung	Sign	t-tabel	Kesimpulan
MOWN	1,547	0,125	$\pm 1,960$	$H_a$ ditolak
INST	3,517	0,001	$\pm 1,960$	$H_a$ diterima

Sumber : Data diolah

Uji t digunakan untuk mengetahui besarnya pengaruh masing-masing variabel independen secara individu. Pengujian regresi digunakan pengujian dua arah (two tailed test) dengan menggunakan  $\alpha = 5\%$  yang berarti bahwa tingkat keyakinan adalah sebesar 95%.

Berdasarkan hasil perhitungan menunjukkan bahwa  $t$  hitung untuk MOWN (1,547) lebih kecil dari 1,960, maka  $H_0$  ditolak, berarti MOWN tidak berpengaruh signifikan terhadap Debt Ratio. Sedangkan nilai  $t$  hitung INST sebesar 3,517 (lebih besar dari  $t$  tabel), berarti  $H_0$  diterima, sehingga INST berpengaruh signifikan terhadap Debt Ratio.

### C. Pembahasan

#### 1. Hipotesis Pertama

Kepemilikan manajerial atas ekuitas perusahaan dapat menyamakan kepentingan manajer perusahaan dengan pihak ekstern dan akan mengurangi peranan hutang sebagai mekanisme untuk meminimumkan *agency cost*. Semakin meningkat kepemilikan oleh manajerial akan menyebabkan manajer semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik. Dikarenakan mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakannya, sehingga mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Faisal, 2000:23). Dengan kata lain kepemilikan manajerial ini dapat meminimumkan biaya keagenan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan pendapat di atas. Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang. Hasil positif menunjukkan bahwa untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dengan hutang. Karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan

berkurang. Namun secara statistik menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*). Berarti hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan (*Debt Ratio*), tidak terbukti kebenarannya. Hal ini ditunjukkan oleh probabilitas t hitung sebesar 0,125 di atas 0,05.

Tidak signifikannya kepemilikan manajerial dalam penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh oleh Faisal (2000), Makmun (2003), Ardiana (2004), Nanik Sunarni (2005) dan Priyono Widodo (2005) menemukan hasil yang tidak signifikan.

## 2. Hipotesis kedua

Hipotesis kedua yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, terbukti kebenarannya. Karena nilai probabilitas t sebesar 0,001 lebih kecil dari 0,05. Namun arahnya menunjukkan arah yang positif, ini menunjukkan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dengan hutang. Karena dengan penggunaan hutang, hak mereka terhadap perusahaan tidak akan berkurang. Tetapi manajer tidak menyukai pendanaan tersebut, dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi. Signifikansi dalam penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Friend dan Lang (1988), Wahidahwati (2002) menguji apakah struktur modal perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepemilikan manajemen penelitian ini

menemukan bahwa ada hubungan negatif dan signifikan antara *debt ratio* dengan *manajerial ownership*. Hasil serupa juga diperoleh Bathala et. al (1994), Sihombing (2000) dan Wahidahwati (2002).

## BAB V

### PENUTUP

#### A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan terhadap 41 perusahaan non manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2004-2006, yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya diperoleh kesimpulan bahwa:

1. Berdasarkan hasil uji F menunjukkan bahwa model fit kedua variabel mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *debt ratio*, hal ini ditunjukkan oleh nilai probabilitas F sebesar  $0,003 < 0,05$ .
2. Berdasarkan hasil uji t diperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial tidak signifikan pada taraf signifikansi 5%. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas t untuk kepemilikan manajerial sebesar 0,125 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa  $H_a$  ditolak, berarti bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang.
3. Berdasarkan hasil uji t diperoleh kesimpulan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Debt Ratio. Hal ini ditunjukkan oleh besarnya nilai probabilitas t untuk kepemilikan institusional sebesar 0,005 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa  $H_a$  gagal ditolak, berarti kepemilikan institusional saham oleh institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

## **B. Keterbatasan Penelitian**

Penelitian ini mempunyai keterbatasan baik dalam pengambilan sampel maupun dalam pengukuran variabel. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini antara lain :

1. Jumlah sampel yang diperoleh pada penelitian ini terbatas pada 41 perusahaan non manufaktur. Hal ini disebabkan karena pendeknya periode pengamatan yang dilakukan (2004-2006), dibandingkan dengan penelitian terdahulu dan terbatasnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel penelitian.
2. Populasi dalam penelitian ini hanya terbatas pada satu jenis perusahaan yaitu perusahaan non manufaktur. Hal ini mengakibatkan penelitian ini tidak bisa digeneralisasi untuk semua jenis perusahaan.
3. Dalam penelitian ini hanya menggunakan dua variabel independen yaitu kepemilikan manjerial dan kepemilikan institusional yang dipertimbangkan dapat mempengaruhi kebijakan hutang perusahaan.

## **C. Saran-Saran**

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan penelitian yang telah dilakukan diatas, maka saran-saran yang dapat penulis berikan:

1. Kepemilikan Manjerial (MOWN) tidak berpengaruh signifikan terhadap Debt Ratio, oleh karena variabel tersebut tidak dapat dijadikan dasar untuk menilai Debt Ratio. Sehingga pihak yang membutuhkan Debt Ratio untuk dasar penilaian kemampuan keuangan atas rasio hutang dapat menggunakan faktor fundamental keuangan lainnya. Sedangkan untuk

variabel Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh signifikan terhadap Debt Ratio (DR), oleh karena itu Kepemilikan Institusional (INST) dapat dijadikan dasar penilaian kemampuan keuangan atas rasio hutang.

2. Hasil koefisien determinasi sebesar 0,102, menunjukkan kemampuan variabel bebas mempengaruhi variabel terikatnya hanya 10,2%. Jadi pengaruh kedua variabel masih sangat kecil, oleh karena itu bagi peneliti yang akan meneliti dengan tema yang sama, sebaiknya menambah jumlah variabel bebas, agar hasil penelitian dapat lebih baik lagi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amirudin Umar, (2003) "Hubungan Keputusan Pendanaan Peluang Pertumbuhan dan Struktur Kepemilikan :Suatu perspektif Keagenan", Majalah Ekonomi, Tahun XIII, No. 1, April 2003*
- Copeland Dan Weston, (1997) "Manajemen Keuangan", Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta,1997.*
- Djarwanto, 1998. Statistik Sosial Ekonomi, Bagian Pertama, Edisi Kedua, Cetakan Ketiga. Yogyakarta : BPFE*
- Erni Masdupi,(2005) "Analisis Dampak Struktur Kepemilikan Pada Kebijakan Hutang Dalam Mengontrol konflik Keagenan", Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Indonesia, Vol.2, No.1, 2005, 57-69.*
- Husnan, Suad., (1997), "Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)", Edisi Keempat, Yogyakarta : BPFE.*
- Indriantoro dan Supomo., (2002), "Metodologi Penelitian Bisnis", BPFE, Yogyakarta.*
- Indonesian Capital Market Directory.2004*
- Indonesian Capital Market Directory.2005*
- Indonesian Capital Market Directory.2006*
- Makmum., (2003), "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang (Studi Kiasus Perusahaan-Perusahaan Yang Terdaftar Di BEJ)", Thesis, Tidak Dipublikasikan, Surakarta. UNS.*
- .Tarjo, (2005) "Analisis Free Cash Flow Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Public Di Indonesia", Jurnal Riset Akutansi Indonesia, Vol. 8, No. 1, Januari 2005. Hal. 82-104.*
- Wahidahwati, (2002) "Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency ", Simposium nasional Akutansi, Vol. 4, Januari 2002. Hal 1084 - 1099*

- Wahidahwati, (2002) “Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Seviden ”, *Simposium nasional Akuntansi*, Vol. 5, September 2002. Hal. 601 – 614
- Widodo Priyono., (2005), “Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership Dan Growth Terhadap Debt Ratio Pada Perusahaan Jasa”, *Skripsi, Tidak Dipublikasikan, Surakarta. UNS.*
- Wijayanti, Anita, (2005) “Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Saham Institutional”. *Pradigma*, Vol. 02, Mei 2005. Hal: 26-33

# LAMPIRAN 1

## Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
MOWN	113	.01	35.97	5.7227	8.7318
INST	113	3.02	94.93	63.4477	20.6936
DER	113	.01	4.09	1.0468	.9514
Valid N (listwise)	113				

## LAMPIRAN 2

### Regression

#### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INST, <sup>a</sup> MOWN	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DER

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.320 <sup>a</sup>	.102	.086	.9096

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: DER

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.382	2	5.191	6.275	.003 <sup>a</sup>
	Residual	91.006	110	.827		
	Total	101.388	112			

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: DER

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.55E-02	.315		-.081	.936
	MOWN	1.611E-02	.010	.148	1.547	.125
	INST	1.545E-02	.004	.336	3.517	.001

a. Dependent Variable: DER

## LAMPIRAN 3

### Normality test :

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		113
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	2.604406E-09
	Std. Deviation	.9014183
Most Extreme Differences	Absolute	.103
	Positive	.103
	Negative	-.097
Kolmogorov-Smirnov Z		1.096
Asymp. Sig. (2-tailed)		.181

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

## LAMPIRAN 4

### Multicollinearity test :

#### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INST, MOWN <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DER

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	MOWN	.894	1.119
	INST	.894	1.119

a. Dependent Variable: DER

#### Coefficient Correlations<sup>a</sup>

Model			INST	MOWN
1	Correlations	INST	1.000	.326
		MOWN	.326	1.000
	Covariances	INST	1.930E-05	1.489E-05
		MOWN	1.489E-05	1.084E-04

a. Dependent Variable: DER

#### Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions		
				(Constant)	MOWN	INST
1	1	2.322	1.000	.01	.06	.01
	2	.638	1.908	.01	.75	.02
	3	4.015E-02	7.604	.98	.19	.96

a. Dependent Variable: DER

## LAMPIRAN 5

### Heteroskedasticity test:

#### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INST, <sup>a</sup> MOWN	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: ABSRES

#### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.190 <sup>a</sup>	.036	.019	.5321

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.172	2	.586	2.070	.131 <sup>a</sup>
	Residual	31.141	110	.283		
	Total	32.313	112			

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: ABSRES

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.366	.184		1.987	.049
	MOWN	8.101E-03	.006	.132	1.330	.186
	INST	4.853E-03	.003	.187	1.889	.062

a. Dependent Variable: ABSRES

## LAMPIRAN 6

### Autocorrelation test :

#### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INST, <sup>a</sup> MOWN	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DER

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.320 <sup>a</sup>	.102	.086	.9096	1.796

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: DER

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	10.382	2	5.191	6.275	.003 <sup>a</sup>
	Residual	91.006	110	.827		
	Total	101.388	112			

a. Predictors: (Constant), INST, MOWN

b. Dependent Variable: DER

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-2.55E-02	.315		-.081	.936
	MOWN	1.611E-02	.010	.148	1.547	.125
	INST	1.545E-02	.004	.336	3.517	.001

a. Dependent Variable: DER

## Lampiran 7

NO	NAMA PERUSAHAAN	MOMN			INST			DER		
		2004	2005	2006	2004	2005	2006	2004	2005	2006
1	PT DARMA SAMUDRA FISHING INDUSTRIES	0,17	0,17	0,17	60,14	60,14	60,14	0,79	0,94	1,34
2	PT INTI KAPUAS AROWANA TBK	0,13	0,01	8,03	62,38	62,38	51,63	0,31	0,07	0,02
3	PT WAHANA PHONEX MANDIRI	0,23	0,23	0,23	61,31	61,31	61,31	1,02	1,23	1,29
4	PT ENERGI MEGA PERSADA	8,02	8,02	3,9	61,98	58,8	35,15	6,36	8,15	4,39
5	INTERNAS NIKEL INDONESIA TBK	0,04	0,04	0,03	82,07	82,07	82,07	0,42	0,29	0,26
6	PT BERLIAN LAJU TANKER TBK	0,06	0,06	0,06	45,38	45,38	45,38	1,64	2,94	1,62
7	PELAYARAN TEMPURAN EMAS	0,25	0,08	0,08	87,78	87,78	87,78	0,87	1,01	1,59
8	SAMUDERA INDONESIA	2,29	2,29	2,29	66,48	66,39	66,48	0,81	0,72	0,98
9	PT MILLENIUM PARMACON INTERNAS	3,26	3,26	3,26	92,03	92,03	92,03	2,03	2,09	1,89
10	PT NUSANTARA INFRASTRUCTURE	14,4	14,4	0,62	65,6	65,6	65,6	6,4	0,49	0,33
11	PT RAMAYANA LESTARI SENTOSA	3,71	3,7	3,68	64,07	63,78	57,55	0,54	0,33	0,3
12	PT RIMO CATUR LESTARI	4,12	4,12	4,12	66,47	56	56	0,78	0,92	4,31
13	PT MANDALA MULTI FINANCE	5,06	5,06	5,06	75	75,5	70,42	2,8	1,9	2,72
14	PT SINAR MAS MULTI ARTHA	0,04	0,1	0,18	83,76	59,7	57,63	0,69	2,09	3,12
15	PT TRUST FINANCE INA	19,25	19,25	19,25	52,48	47,13	48,63	1,74	1,69	1,18
16	PT HORTUS DANAVEST TBK	26	26,5	26,42	26	26,5	19	0,27	0,35	2,91
17	PT TRI MEGAH SECURITIES	3,36	3,36	3,36	52,28	52,26	52,19	1,65	0,84	1,17
18	PT YULIE SECURITIES	0,5	0,5	0,5	52,44	52,44	52,44	0,09	0,05	0,19
19	PT INDONESIA PRIMA PROPERTY TBK	0,23	0,24	0,07	90,43	94,93	90,43	2,21	2,53	1,96
20	PT JAKA INTI REALTINDO TBK	0,7	0,7	0,7	68,54	68,54	68,54	0,1	0,11	0,15
21	PT JAKARTA SETIABUDI INTERNASIONAL	0,57	0,57	0,57	90,36	90,36	90,36	1,03	1,2	1,31
22	PT KRIDA PERDANA INDAH GRAHA	2,63	3,76	2,63	23,53	26,03	23,53	0,04	0,04	0,16
23	PT LAMICITRA NUSANTARA	0,01	0,01	0,01	92,88	92,88	92,88	1	1,31	2,01
24	PT LIPPO CIKARANG	2,85	2,85	2,85	57,79	52,99	52,99	1,56	1,5	1,6
25	PT MAS MURNI INDONESIA	2,05	2,05	2,05	10,12	10,12	10,12	0,06	0,05	0,02
26	PT PAKUWON JATI	0,85	0,06	0,03	48,42	75,15	86,09	2	2	1,93
27	PT PUDJIADI & SOONS ESTATE	12,83	12,83	12,83	78,94	78,94	78,94	2,03	1,95	1,81
28	PT PUDJIADI PRESTIGE LIMITED	26,88	26,66	26,88	59,28	59,28	59,28	0,74	0,67	0,31
29	PT RISTIA BINTANG MAHKOTA SENJA	1,83	1,83	1,83	64,43	64,43	64,43	0,12	0,12	0,08
30	PT RODA PANGAN HARAPAN TBK	0,02	0,02	0,02	74,6	74,6	74,6	0,08	0,05	0,03
31	PT SURYA SEMESTA INTERNUSA TBK	3,82	3,42	2,9	58,57	70,96	62,31	5,03	1,42	1,24
32	PT HOTEL SAHID JAYA INTERNASIONAL TBK	10,59	10,59	6,18	83,55	83,55	90,11	9,96	54,7	0,9
33	PT SONA TOPAS TOURSM INDUSTRI TBK	27,61	27,51	35,97	47,59	47,59	44,28	2,21	2,39	2,13
34	PT PALM ASIA COORPORATION TBK	1,45	0,95	20,87	94,63	44,32	44,32	0,43	0,19	0,15
35	PT ABDI BANGGA TBK	26,76	33,25	16,69	71,25	51,32	67,88	0,42	0,46	0,8
36	PT BUMI TEKNOKULTURA UNGGUL TBK	9	8,49	8,49	78	52	49,18	0,01	0,02	0,03
37	PT CENTRIN ONLINE TBK	0,54	0,54	0,54	77,7	77,7	77,7	0,1	0,08	0,06
38	PT CITRA MARGA NUSAPHALA PERSADA	5,13	5,13	5,13	3,022	40,87	30,22	0,42	0,4	0,5
39	PT DYVIACOM INTRABUMI TBK	5,44	5,44	5,44	59,78	59,78	59,78	0,49	0,55	0,55
40	PT GEMA GRAHA SARANA TBK	0,26	0,26	0,26	82,55	82,55	82,55	1,89	4,09	3,99
41	PT INTEGRASI TEKNOLOGI TBK	0,78	3,41	1,41	82,24	82,24	82,24	1,01	2,73	3,45

(Sumber ICMD)

**Tabel Nilai t**

d.f.	t <sub>0.10</sub>	t <sub>0.05</sub>	t <sub>0.025</sub>	t <sub>0.01</sub>	0.005	d.f.
1	3.078	6.314	12.706	31.821	63.657	1
2	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	2
3	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	3
4	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	4
5	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5
6	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	6
7	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	7
8	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	8
9	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	9
10	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	10
11	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	11
12	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	12
13	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	13
14	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	14
15	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	15
16	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	16
17	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	17
18	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	18
19	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	19
20	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	20
21	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	21
22	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	22
23	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	23
24	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	24
25	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	25
26	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	26
27	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	27
28	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	28
29	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	29
inf.	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	inf.

Sumber : Djarwanto Ps dan Pangestu Subagyo, 1988, "Statistik Induktif", BPFE-Yogyakarta

**Tabel Nilai  $F_{0,05}$**   
**Degrees of freedom for Nominator**

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	15	20	24	30	40	60	120		
Degrees of freedom for Denominator	1	161	200	216	225	230	234	237	239	241	242	244	246	248	249	250	251	252	253	254	
	2	18,5	19,0	19,2	19,2	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
	3	10,1	9,55	9,28	9,12	9,01	8,94	8,89	8,85	8,81	8,79	8,74	8,70	8,66	8,64	8,62	8,59	8,57	8,55	8,53	
	4	7,71	6,94	6,59	6,39	6,26	6,16	6,09	6,04	6,00	5,96	5,91	5,86	5,80	5,77	5,75	5,72	5,69	5,66	5,63	
	5	6,61	5,79	5,41	5,19	5,05	4,95	4,88	4,82	4,77	4,74	4,68	4,62	4,56	4,53	4,50	4,46	4,43	4,40	4,37	
	6	5,99	5,14	4,76	4,53	4,39	4,28	4,21	4,15	4,10	4,06	4,00	3,94	3,87	3,84	3,81	3,77	3,74	3,70	3,67	
	7	5,59	4,74	4,35	4,12	3,97	3,87	3,79	3,73	3,68	3,64	3,57	3,51	3,44	3,41	3,38	3,34	3,30	3,27	3,23	
	8	5,32	4,46	4,07	3,84	4,69	3,58	3,50	3,44	3,39	3,35	3,28	3,22	3,15	3,12	3,08	3,04	3,01	2,97	2,93	
	9	5,12	4,26	3,86	3,63	3,48	3,37	3,29	3,23	3,18	3,14	3,07	3,01	2,94	2,90	2,86	2,83	2,79	2,75	2,71	
	10	4,96	4,10	3,71	3,48	3,33	3,22	3,14	3,07	3,02	2,98	2,91	2,85	2,77	2,74	2,70	2,66	2,62	2,58	2,54	
	11	4,84	3,98	3,59	3,36	3,20	3,09	3,01	2,95	2,90	2,85	2,79	2,72	2,65	2,61	2,57	2,53	2,49	2,45	2,40	
	12	4,75	3,89	3,49	3,26	3,11	3,00	2,91	2,85	2,80	2,75	2,69	2,62	2,54	2,51	2,47	2,43	2,38	2,34	2,30	
	13	4,67	3,81	3,41	3,13	3,03	2,92	2,83	2,77	2,71	2,67	2,60	2,53	2,46	2,42	2,38	2,34	2,30	2,25	2,21	
	14	4,60	3,74	3,34	3,11	2,96	2,85	2,76	2,70	2,65	2,60	2,53	2,46	2,39	2,35	2,31	2,27	2,22	2,18	2,13	
	15	4,54	3,68	3,29	3,06	2,90	2,79	2,71	2,64	2,59	2,54	2,48	2,40	2,33	2,29	2,25	2,20	2,16	2,11	2,07	
	16	4,49	3,63	3,24	3,01	2,85	2,74	2,66	2,59	2,54	2,49	2,42	2,35	2,28	2,24	2,19	2,15	2,11	2,06	2,01	
	17	4,45	3,59	3,20	2,96	2,81	2,70	2,61	2,55	2,49	2,45	2,38	2,31	2,23	2,19	2,15	2,10	2,06	2,01	1,96	
	18	4,41	3,55	3,16	2,93	2,77	2,66	2,58	2,51	2,46	2,41	2,34	2,27	2,19	2,15	2,11	2,06	2,02	1,97	1,92	
	19	4,38	3,52	3,13	2,90	2,74	2,63	2,54	2,48	2,42	2,38	2,31	2,23	2,16	2,11	2,07	2,03	1,98	1,93	1,88	
	20	4,35	3,49	3,10	2,87	2,71	2,60	2,51	2,45	2,39	2,35	2,28	2,20	2,12	2,08	2,04	1,99	1,95	1,90	1,84	
	21	4,32	3,47	3,07	2,84	2,68	2,57	2,49	2,42	2,37	2,32	2,25	2,18	2,10	2,05	2,01	1,96	1,92	1,87	1,81	
	22	4,30	3,44	3,05	2,82	2,66	2,55	2,46	2,40	2,34	2,30	2,23	2,15	2,07	2,03	1,98	1,94	1,89	1,84	1,78	
	23	4,28	3,42	3,03	2,80	2,64	2,53	2,44	2,37	2,32	2,27	2,20	2,13	2,05	2,01	1,96	1,91	1,86	1,81	1,76	
	24	4,26	3,40	3,01	2,78	2,62	2,51	2,42	2,36	2,30	2,25	2,18	2,11	2,03	1,98	1,94	1,89	1,84	1,79	1,73	
	25	4,24	3,39	2,99	2,76	2,60	2,49	2,40	2,34	2,28	2,24	2,16	2,09	2,01	1,96	1,92	1,87	1,82	1,77	1,71	
30	4,17	3,32	2,92	2,69	2,53	2,42	2,33	2,27	2,21	2,16	2,09	2,01	1,93	1,89	1,84	1,79	1,74	1,68	1,62		
40	4,08	3,23	2,84	2,61	2,45	2,34	2,25	2,18	2,12	2,08	2,00	1,92	1,84	1,79	1,74	1,69	1,64	1,58	1,51		
60	4,00	3,15	2,76	2,53	2,37	2,25	2,17	2,10	2,04	1,99	1,92	1,84	1,75	1,70	1,65	1,59	1,53	1,47	1,39		
120	3,92	3,07	2,68	2,45	2,29	2,18	2,09	2,02	1,96	1,91	1,83	1,75	1,66	1,61	1,55	1,50	1,43	1,35	1,22		
	3,84	3,00	2,60	2,37	2,21	2,10	2,01	1,94	1,88	1,83	1,75	1,67	1,57	1,52	1,46	1,39	1,32	1,22	1,00		

TABLE VALUES OF  $r_{\text{product moment}}$

N	The Level of Significant		N	The Level of Significant	
	5%	1%		5%	1%
3	0.997	0.999	38	0.320	0.413
4	0.950	0.990	39	0.316	0.408
5	0.878	0.959	40	0.312	0.403
6	0.811	0.917	41	0.308	0.398
7	0.754	0.874	42	0.304	0.393
8	0.707	0.834	43	0.301	0.389
9	0.666	0.798	44	0.297	0.384
10	0.632	0.765	45	0.294	0.380
11	0.602	0.735	46	0.291	0.376
12	0.576	0.708	47	0.288	0.372
13	0.553	0.684	48	0.284	0.368
14	0.532	0.661	49	0.281	0.364
15	0.514	0.641	50	0.279	0.361
16	0.497	0.623	55	0.266	0.345
17	0.482	0.606	60	0.254	0.330
18	0.468	0.590	65	0.244	0.317
19	0.456	0.575	70	0.235	0.306
20	0.444	0.561	75	0.227	0.296
21	0.433	0.549	80	0.220	0.286
22	0.432	0.537	85	0.213	0.278
23	0.413	0.526	90	0.207	0.267
24	0.404	0.515	95	0.202	0.263
25	0.396	0.505	100	0.195	0.256
26	0.388	0.496	125	0.176	0.230
27	0.381	0.487	150	0.159	0.210
28	0.374	0.478	175	0.148	0.194
29	0.367	0.470	200	0.138	0.181
30	0.361	0.463	300	0.113	0.148
31	0.355	0.456	400	0.098	0.128
32	0.349	0.449	500	0.088	0.115
33	0.344	0.442	600	0.080	0.105
34	0.339	0.436	700	0.074	0.097
35	0.334	0.430	800	0.070	0.091
36	0.329	0.424	900	0.065	0.086
37	0.325	0.418	1000	0.062	0.081