

DISERTASI

**STUDI MENGENAI PERBEDAAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL ASING DENGAN
PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL DALAM NEGERI YANG
GO PUBLIC DI PASAR MODAL INDONESIA**
(Perspektif Teori Dasar Struktur Modal, Teori Keagenan dan Teori Kontingensi
Dalam Upaya Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan)

RUDOLF LUMBANTOBING
C5B005016

Semarang, Oktober 2008

Telah Disetujui Untuk Dipertahankan Dihadapan Sidang Senat Terbuka
Ujian Promosi Doktor Ilmu Ekonomi Bidang Manajemen
Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang

Promotor

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM

Co-Promotor

Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt

Prof. Dr. H. Suyudi Mangunwihardjo

Telah diuji pada Ujian Terbuka Promosi Doktor *Senin* tanggal *20 Oktober 2008*

TIM PENGUJI UJIAN TERBUKA PROMOSI DOKTOR

Ketua

Prof. Dr.dr. H. Susilo Wibowo, MSc.Med., Sp.And.

Sekretaris

Prof. Dr.Ir. H. Lachmudin Sya'rani

Anggota:

1. Prof. Drs. Y. Warella, MPA., Ph.D. (Direktur PPs UNDIP)
2. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M. (Promotor)
3. Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com.Akt. (Co Promotor)
4. Prof. Dr. H. Suyudi Mangunwiharjo. (Co Promotor)
5. Prof. Dr. H. Miyasto, S.U. (Penguji)
6. Dr. H.M. Chabachib, M.Si., Akt. (Penguji)
7. Prof. Dr. H.Arifin Sabeni, M.Com., Hons., Akt. (Penguji)
8. Prof. Ir. Roy H.M. Sembel, MBA, Ph.D. (Penguji Eksternal dari UMN Jakarta).

Ditetapkan dengan Surat Keputusan
Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Nomor: 1069/H7.4/AK/2008
Tanggal 7 Oktober 2008.

KATA PENGANTAR

Ucapan puji dan syukur dipanjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Pengasih, atas segala berkat, limpahan anugerah dan karunia serta hidayahNya yang memungkinkan dapat diselesaikannya karya disertasi ini. Disertasi ini sebagai bagian untuk memenuhi persyaratan memperoleh derajat Doktor Ilmu Ekonomi pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang. Kecerdasan intelektual, kecerdasan emosional, kecerdasan spiritual dan kesiapan fisik merupakan tuntutan dan tantangan tersendiri yang harus dihadapi dan dijalani oleh setiap mahasiswa program doktoral. Oleh karena itu disadari bahwa tanpa dukungan dari berbagai pihak yang telah membantu, karya disertasi ini tidak akan pernah selesai. Untuk itu penulis haturkan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

Prof. Dr. dr. H. Susilo Wibowo, M.Sc., Med., Sp. And. selaku Rektor Universitas Diponegoro, Prof. Drs. Y. Warella, MPA., Ph.D selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Diponegoro, dan Dr. H.M. Chabachib, Msi., Akt. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro beserta jajaran yang telah memberi ijin dan banyak fasilitas sehingga studi program doktor ini dapat diselesaikan dengan baik.

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM selaku Promotor dan Prof. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt., serta Prof. Dr. H. Suyudi Mangunwihardjo, masing-masing selaku Ko-Promotor, yang secara bersama-sama telah memberikan bimbingan dan arahan dengan tulus mulai dari awal pendampingan akademik persiapan disertasi, penulisan proposal sampai dengan akhir penyelesaian disertasi ini. Saran-saran, kebijaksanaan, masukan-masukan yang membangun dan dorongan yang terus menerus disertai dukungan dan bimbingan yang sangat berharga telah memotivasi penulis untuk menyelesaikan disertasi ini. Kepada beliau bertiga yang sangat terpelajar, secara tulus dan penuh hormat penulis sampaikan ucapan terima kasih dan penghargaan yang sebesar-besarnya.

Ucapan terima kasih disampaikan juga kepada Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand, MBA; Prof Dr. H. Miyasto, SU; Prof. Dr. F.X Sugiyanto, MS; Prof. Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com(Hons).Akt; Dr. H.M. Chabachib, MSi, Akt; Dr. H. Syuhada Sufian, MSIE; dan Dr. Ibnu Widiyanto, MA yang telah memberikan perhatian, dorongan semangat dan nasehat untuk menyelesaikan studi dengan cepat; demikian juga masukan-masukan

berharga untuk menyempurnakan disertasi ini ketika bertindak sebagai *reviewer* pada kolokium maupun pengujian pada ujian pra-kualifikasi (prelim), ujian proposal, seminar hasil, penilaian kelayakan disertasi, sampai pada ujian tertutup/pra-promosi disertasi ini.

Kepada berbagai pihak yang telah banyak membantu dalam hal pembiayaan studi khususnya Bapak Kwik Kian Gie dan Bapak Djoenaidi Djoesoef selaku Dewan Pembina Yayasan Institut Bisnis Indonesia yang telah memberikan beasiswa S3 kepada penulis. Ibu Kwik Ing Lan Pengawas Yayasan IBII dan Dr Chandra Setiawan, MM mantan Rektor IBII atas perhatiannya ketika penulis diterima sebagai mahasiswa baru pada Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro; penulis harus menjalani “medical check-up” terlebih dahulu atas biaya IBII.

Kepada Dr. Titus Tjandra selaku Rektor Institut Bisnis dan Informatika Indonesia (IBII); Dr. Ir. Hisar Sirait, MA selaku Pembantu Rektor I bidang studi bisnis; Dr. Tony Sitinjak, MM selaku Ketua Program Studi Manajemen, dan keluarga besar sivitas akademika IBII yang telah memberikan ijin studi S3. Penulis ucapkan terima kasih dan penghargaan setinggi-tingginya.

Tak lupa juga kepada Pengurus Koperasi Karyawan IBII khususnya Budi Warsito, S.Kom., MM; Ellis Tampubolon, S.Kom., MM dan Uswatun yang telah banyak membantu kelancaran kas tunai (*very special crash program*) ketika penulis mengalami kesulitan keuangan selama menuntut ilmu.

Terima kasih kepada Prof. Hendrawan Supratikno, MBA, Ph.D dan Prof. Dr. Jhon J.O.I Ihallauw yang telah merekomendasikan penulis untuk memilih PDIE Universitas Diponegoro sebagai pilihan melanjutkan studi S3. Demikian juga kepada Prof. Dr. dr. Aris Pongtuluran Direktur Pascasarjana IBII; Prof. Dr. R.A. Supriyono, S.U Direktur/Sekretaris Program Doktor Ilmu Manajemen IBII; Dr. Hanes Riady, MM dan Drs. Tri Pujadi, MM, Akt., yang senantiasa memotivasi dan memberikan dorongan kepada penulis untuk menyelesaikan disertasi ini.

Demikian juga kepada Program Doktor Ilmu Manajemen Fakultas Pascasarjana Universitas Indonesia, khususnya kepada *Organizing Committee* Dr. Rofikoh Rokhim dan Dr. Sari Wahyuni yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk mempresentasikan proposal dan hasil penelitian disertasi ini pada forum *the 2nd Doctoral Journey in Management (DJM2-UI)* tanggal 14 Agustus 2007 dan *the 3rd Doctoral*

Journey in Management (DJM3-UI) tanggal 7 Agustus 2008. Masukan-masukan berharga untuk perbaikan yang telah diberikan oleh para *reviewer*; Prof. Ir. Roy H. M. Sembel, MBA., Ph.D (Universitas Multimedia Nusantara); Prof. Dr. Eduardus Tandelilin (Universitas Gadjah Mada); Dr. Sugeng Purwanto, M.Sc (MMBAT Institut Teknologi Bandung); Prof. Dr. Kresnohadi Ariyoto K, M.Sc. (Universitas Indonesia); Dr. Viverita (Universitas Indonesia); *reviewer* dari kalangan praktisi H. Hotbonar Sinaga (Direktur Utama Jamsostek); dan Eddy Sugito (Indonesian Stock Exchange/IDX); sangat bermanfaat bagi penyempurnaan disertasi ini, sekaligus mengantarkan karya disertasi ini terpilih sebagai "the best research paper" pada forum *the 3rd* DJM-UI tahun 2008.

Untuk Paulus Wardoyo, Frans Sudirjo, Suzy Novianti dan rekan-rekan angkatan IV PDIE lainnya, terima kasih atas keramahannya dan bantuannya. Demikian juga untuk Tongam Sihol Nababan, M. Budi Widiyo, Wiwin Prasetyo, Muslikh, dan keponakanku Rinaldo Fernandes Siregar yang menemani penulis di Semarang.

Untuk keluarga Bapak dan Ibu Ir. Suyoto sebagai induk semang kos Rotterdam, tak lupa penulis haturkan terima kasih atas segala perhatian dan fasilitas pemondokan yang sangat nyaman dan *hygienes* selama 3 tahun penulis studi S3 di Semarang. Demikian juga kepada Pdt. Drs. S. Situngkir, S.Th dan Gr. H. P. Hasibuan beserta Jemaat HKBP Kertanegara Selatan Wijk 1, Punguan Siraja Lumbantobing dohot Boruna Semarang; demikian juga kepada Dr. Harry Ganda Asi Lumbantobing, MM dan Drs. Ricky S. Lumbantobing selaku Pengurus dan Pemimpin Redaksi Majalah *the Tobings* Parsadaan Pomparan Siraja Lumbantobing & Boruna Sedunia (PPSLB); terima kasih atas segala perhatian dan dukungan doa yang telah diberikan sehingga mempertebal keyakinan dan semangat penulis untuk mampu menyelesaikan studi S3 ini dengan baik.

Selanjutnya, penulis juga menyadari bahwa disertasi ini tidak mungkin dapat diselesaikan dengan baik tanpa dukungan, dorongan, doa restu, dan keikhlasan dari segenap anggota dan kerabat keluarga. Untuk itu, pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih yang tiada terhingga kepada Ayahanda Dj. Lumbantobing dan Ibunda A. br Pasaribu, serta Ibu mertua Ny. Pdt. V.K. Panggabean/D. br Hutagalung, yang terus menerus mendukung dalam doa untuk keberhasilan penulis menyelesaikan program doktor ini. Demikian juga saudara kandung dan ipar serta keluarga terdekat yang telah banyak memberikan dukungan moril maupun materil.

Terima kasih dan ucapan mesra penulis sampaikan kepada istriku tersayang *Linda Imkalina Panggabean*, dan ketiga putriku tercinta *Lydia Fransiska Levitania*, *Regina Oktaria Edithania*, dan *Gabriel Cesily Angelicania*; atas pengertian, kesabaran, ketulusan hati, cinta kasih serta dukungan mereka selama penulis menempuh program doktor. Tanpa doa, pengertian, ketulusan hati dan dorongan semangat dari mereka, penulis tidak mungkin menyelesaikan studi S3 ini. Untuk kalian dan masa depan keluarga, disertasi ini dipersembahkan.

Akhirnya penulis berharap semoga disertasi ini memberikan banyak kemanfaatan bagi berbagai pihak, khususnya bagi perkembangan ilmu manajemen dan riset-riset keuangan. Semoga Kasih Karunia dan Damai Sejahtera dari Allah Surgawi yang menguasai dan melampaui segala akal dan pikiran manusia menyertai semua ini. Amin.

Semarang, Oktober 2008

Penulis

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan mengevaluasi perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) di Indonesia berdasarkan perspektif teori keagenan, teori kontingensi, teori *trade-off* dan teori *pecking order* melalui bangunan model teoritis struktural dan dinamis bauran struktur modal terintegrasi yang diajukan.

Perusahaan yang menjadi obyek penelitian adalah 26 perusahaan PMA dan 30 perusahaan PMDN sektor non keuangan/perbankan dan non *whole sale and retail trade*, yang tercatat di Bursa Efek Indonesia kurun waktu pengamatan 2000-2006.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran pajak belum memberikan manfaat yang signifikan atas penggunaan hutang (*leveraging up*). Konflik keagenan antara manajer-*shareholder-debtholder* sangat signifikan terpaparkan pada keputusan investasi, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia. Rasio hutang PMA lebih rendah dibanding rasio hutang PMDN. Perbedaan rasio hutang PMA dan PMDN akan semakin melebar ketika perbedaan biaya keagenan, biaya kebangkrutan, dan investasi semakin besar. Dalam memperbaiki struktur modalnya, PMA memilih prioritas sumber pendanaan internal (validitas *pecking order*), sedangkan PMDN memilih prioritas sumber pendanaan eksternal (validitas *trade-off*).

Temuan strategis penelitian ini terwujud pada kebijakan dividen yang memperkuat pengaruh investasi dan utilisasi aktiva pada rasio hutang korporasi, dan pangsa pasar sebagai cerminan konsentrasi industri memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal. Ketika perusahaan memiliki pangsa pasar yang besar, maka efek penambahan hutang akan semakin meningkatkan penciptaan proyek-proyek investasi yang besar. Sebaliknya efek peningkatan investasi yang besar akan semakin membutuhkan biaya tambahan dalam berbisnis, dan sumber dananya dapat berasal dari penggunaan hutang.

Temuan penelitian ini menunjukkan bukti bahwa mekanisme kontrol melalui kebijakan hutang perusahaan sebagai substitusi kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia *efektif* menurunkan konflik keagenan; maka sebagai implikasi praktis bagi pedoman pemberdayaan investor, perlunya perusahaan mensinergikan kekuatan kreditur atau *debtholder* dengan kekuatan pihak manajemen dan pemegang saham ketika perusahaan memperbaiki struktur modalnya.

Kata kunci: Struktur Modal, Keputusan Investasi, Kebijakan Dividen, Teori Kontingensi.

THE STUDY OF THE CAPITAL STRUCTURE DIFFERENCES BETWEEN GO PUBLIC FOREIGN INVESTOR CORPORATION AND GO PUBLIC DOMESTIC INVESTOR CORPORATION IN INDONESIAN STOCK EXCHANGE

(The Perspective Of Basic Capital Structure Theory, Agency Theory, And Contingency Theory In Efforts For Optimizing Corporation's Capital Structure)

ABSTRACT

The purposes of this research are to analyze and evaluate the difference between multinational and domestic corporation's capital structure in Indonesia based on the perspective of agency theory, contingency theory, trade-off theory and pecking order theory through the proposed integrating structural and dynamic capital structure theoretical model framework.

The companies which become the research objects are 26 foreign investor corporations (PMA) and 30 domestic investor corporations (PMDN) in non-financial sectors and non whole sale and retail trade sectors, which listed in Indonesian Stock Exchange analyzed from the period of 2000-2006.

The research result showed that the existence of tax was not contribute significantly to tax deductible benefit for using debt (leveraging up). The agency conflict between managers and shareholders, shareholders and debtholders very significantly appeared in investment decision, dividend policy, and the debt policy of foreign and domestic investor corporations in Indonesia. PMA's debt ratio was lower than PMDN's debt ratio. The difference between PMA's and PMDN's debt ratio would be wider if the difference among agency cost, bankruptcy cost, and investment were larger. By improving their capital structure, PMA tend to choose internal financing source (pecking order validity), while PMDN tend to choose external financing source (trade-off validity).

The strategic finding results of this research were appeared in the dividend policy intervened or mediated the investment and assets utilization effect on corporate debt ratio; and the variable of industrial organization (market share) significantly moderated the causal relationship between investment and capital structure. The effect of debt ratio on PMA's investment would increase while market share increased. Inversely, the effect of investment on PMDN's debt ratio would increase while market share increased.

This research found that the existence of debt policy as a control mechanism which substituted to dividend policy was effective to reduce agency conflict of PMA and PMDN in Indonesia. By improving their capital structure, the companies should synchronize the debtholders'strength to managers and shareholders'strength.

Key words: Capital Structure, Pecking Order, Trade-Off, Agency Problem, Contingency, Investment, Dividend and Debt Policy.

INTISARI

1 Pendahuluan

Hutang sebagai sumber pendanaan eksternal menjadi sesuatu yang menarik bagi perusahaan untuk melakukan rekapitalisasi atau restrukturisasi modal dan pengembangan operasi bisnisnya disamping modal sendiri. Dalam konteks manajemen keuangan hutang bermanfaat memberikan *financial leverage* yang dapat meningkatkan *earning per share*. Nilai perusahaan ditentukan dengan cara bagaimana dana diinvestasikan, dan bagaimana kas didapatkan, sehingga nilai total perusahaan dipengaruhi oleh bagaimana cara manajer mengkombinasikan ekuitas dan hutang. Kombinasi pendanaan perusahaan antara ekuitas dan hutang disebut struktur modal.

Perusahaan PMA yang merupakan *subsidiary* dari perusahaan multinasional yang berkedudukan kantor pusat di luar negeri adalah perusahaan yang terlibat dalam suatu bisnis internasional dan berbasis usaha mencakup kegiatan ekonomi antar negara (ekonomi global), sedangkan perusahaan PMDN adalah perusahaan domestik yang basis usahanya hanya mencakup kegiatan usaha di dalam negeri. Dibandingkan dengan perusahaan yang beroperasi di dalam lingkup ekonomi satu negara, PMA yang melakukan afiliasi bisnis kompleks dengan banyak negara dan memiliki peluang investasi lebih besar daripada PMDN memiliki peluang untuk meraih lebih banyak hutang dan mampu mempertahankan rasio hutang optimalnya dibandingkan PMDN. Peluang ini memungkinkan struktur modal PMA akan berbeda dengan PMDN.

2 Permasalahan Penelitian dan Tujuan Penelitian

Bertitik tolak dari gap masalah berupa adanya kontradiksi teoritis dan hasil penelitian empiris mengenai struktur modal, seperti yang telah dipaparkan dan disarikan dalam teori gap mengenai hubungan profitabilitas dengan *leverage*, dan hubungan kebijakan dividen dengan *leverage*, serta isu-isu *research gap* dan *fenomena gap*, maka permasalahan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini, adalah **bagaimana perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN di Indonesia, dilihat dari determinan struktur modal perusahaan berdasarkan perspektif teori keagenan dan teori kontingensi dalam upaya mengoptimalkan struktur modal?**

Penelitian ini bertujuan untuk (1) menganalisis dan mengevaluasi perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) di Indonesia berdasarkan faktor-faktor determinan utama struktur modal dari perspektif teori keagenan dan teori kontingensi melalui bangunan model teoritis struktural dan dinamis struktur modal yang diajukan, dan (2) menganalisis perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) di Indonesia berdasarkan *trade-off theory* dan *pecking order theory*.

3 Model Penelitian dan Hasil Pengujian Hipotesis

Bangunan model teoritis dan empiris dieksplorasi berdasarkan pada landasan *agency theory* dan *contingency theory*. Argumentasi pendekatan *agency theory* bahwa sebagai organisasi yang dicirikan oleh perilaku individu atau kelompok yang diarahkan untuk mencapai sasaran, maka organisasi tidak terlepas dari persinggungan antar kepentingan individu atau kelompok. Komposisi struktur modal harus mempertimbangkan hubungan antara perusahaan, kreditur maupun pemegang saham, sehingga konflik antara ketiga

pihak tersebut dapat diatasi dengan baik. Argumentasi pendekatan *contingency theory* ditujukan untuk memberikan landasan mengapa perusahaan membuat keputusan struktur modal dengan tindakan yang paling cocok untuk mengatasi kompleksitas persaingan dengan membangun kekuatan *financial leverage*.

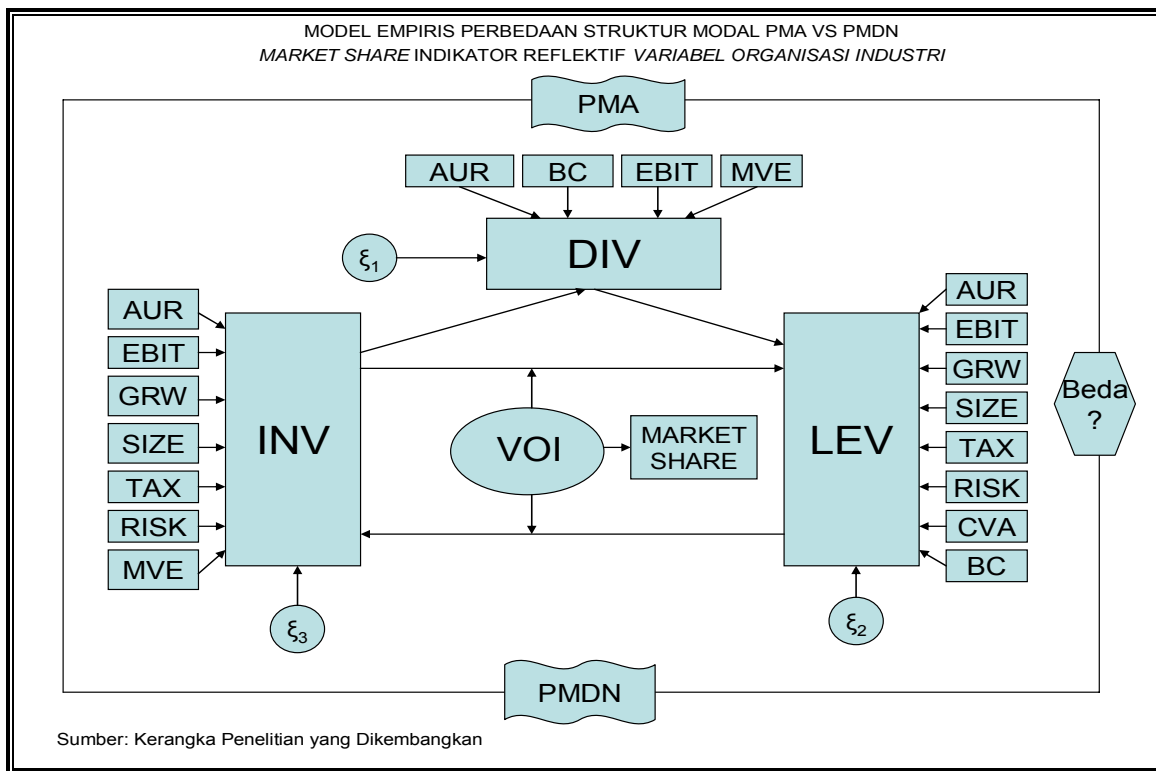
Integrasi dan identifikasi variabel-variabel determinan struktur modal dituang ke dalam pengujian hipotesis-hipotesis bangunan empat model penelitian empiris, yakni: (1) model konvensional determinan struktur modal, (2) model struktural struktur modal, (3) model empiris perbedaan struktur modal perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN), dan (4) model dinamis struktur modal. Studi ini menguji keberadaan variabel organisasi industri (*Structure-Conduct-Performance*) ke dalam model struktur modal yang memoderasi hubungan kausal antara investasi dengan rasio hutang korporasi.

Rancangan penelitian didesain bersifat kausal dengan metode eksplanatori. Perusahaan yang menjadi obyek penelitian adalah 26 perusahaan PMA dan 30 perusahaan PMDN sektor non keuangan/perbankan dan non *whole sale and retail trade*, yang tercatat di Bursa Efek Indonesia kurun waktu pengamatan 2000-2006.

Data yang diolah dalam pengujian hipotesis penelitian ini sebanyak 361 unit analisis, terdiri dari 166 unit analisis PMA dan 195 unit analisis PMDN. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan pengujian model struktural struktur modal, model dinamis struktur modal, dan pengujian perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN. Penyelesaian koefisien regresi menggunakan teknik *ordinary least square* (OLS) dan *two stages least square* (2SLS).

Pengujian model struktural struktur modal dilakukan dari modifikasi model empiris seperti pada gambar di bawah ini. Modifikasi dilakukan pada variabel biaya keagenan dan informasi asimetris yang semula dipertimbangkan sebagai variabel endogen disederhanakan dan dipertimbangkan sebagai variabel eksogen model penelitian, diharapkan berpengaruh terhadap investasi, dividen dan *leverage* korporasi.

GAMBAR
MODIFIKASI MODEL EMPIRIS



Perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN ditangkap dalam kontinum perbedaan keputusan investasi, informasi asimetris, biaya keagenan, kebijakan dividen, dan variabel organisasi industri yang memoderasi hubungan kebijakan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan. Sementara kebijakan dividen dapat menjembatani pengaruh investasi dan biaya keagenan terhadap rasio hutang korporasi, dalam upaya menekan konflik keagenan perusahaan PMA dan PMDN.

RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

No	HIPOTESIS PENELITIAN	HASIL
H1	Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H2	Biaya keagenan yang diproksi oleh rasio utilisasi aktiva berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H3	Biaya kebangkrutan yang diproksi oleh <i>volatilitas earning</i> berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H4	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H5	Tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H6	Pajak korporasi berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Ditolak
H7	<i>Collateral assets</i> berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H8	Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Inkonklusif
H9	Penerbitan ekuitas (<i>market valuation</i>) berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> (terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak kreditur).	Ditolak
H10	Biaya keagenan berpengaruh positif terhadap investasi.	Ditolak
H11a	Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap dividen.	Ditolak
H11b	Informasi asimetris yang diproksi oleh <i>volatilitas earning</i> berpengaruh negatif terhadap dividen.	Ditolak
H12	Investasi berpengaruh negatif terhadap dividen.	Diterima
H13a	Investasi berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Inkonklusif
H13b	Tingkat <i>leverage</i> berpengaruh positif terhadap investasi.	Inkonklusif
H14	Dividen berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Ditolak
H15	Dividen dapat menjembatani (<i>intervening</i>) pengaruh biaya keagenan dan investasi terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H16	Ada perbedaan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN.	Diterima
H17	Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.	Diterima
H18	Tingkat <i>leverage</i> perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat <i>leverage</i> perusahaan PMDN.	Diterima
H19	Tingkat <i>leverage</i> optimum relatif terhadap tingkat rata-rata <i>leverage</i> industri perusahaan PMA lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.	Ditolak
H20	Organisasi industri berpengaruh terhadap struktur modal dan keputusan investasi perusahaan.	Inkonklusif
H21	Organisasi industri memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal.	Diterima
H22	Perusahaan-perusahaan cenderung melakukan penyesuaian ke target <i>leverage</i> optimum jangka panjangnya ketika tingkat <i>leverage</i> perusahaan berada di atas <i>leverage</i> optimum industrinya.	Diterima

4 Temuan Penelitian

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kehadiran pajak masih belum memberikan manfaat yang signifikan atas penggunaan hutang. Keputusan untuk menggunakan hutang ketika perusahaan profitabel terbebani pajak tinggi tidak didasarkan pada pengoptimalan struktur modal, namun didasarkan pada pertimbangan oportunistik pemegang saham mayoritas. Ketergantungan PMDN pada *collateral assets* untuk *leveraging up* dan berinvestasi sangat signifikan. Fenomena *moral hazard* dalam pemberian pinjaman kepada PMA tertenggarai dengan tidak bergantung pada *collateral assets* yang dapat diagunkan.

Terpaparkan dari hasil riset ini bahwa preferensi manajer perusahaan PMA di Indonesia terhadap risiko adalah *risk seeker* atau *risk neutral*. Sedangkan, preferensi manajer PMDN terhadap risiko bisnis dalam memperoleh hutang adalah *risk averter*. Pilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih memberikan tambahan manfaat yang lebih besar dibandingkan biaya modal yang dibutuhkan karena ketidakpastian bisnis. Dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, penambahan hutang dapat meningkatkan risiko bisnis perusahaan, sehingga *risk averter* akan menghindari penggunaan hutang yang tinggi ketika risiko bisnis meningkat.

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dan pemegang saham dengan *debtholder* sangat signifikan muncul pada keputusan investasi, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia. Kebijakan dividen memperkuat (*intervening*) pengaruh investasi pada rasio hutang korporasi. Untuk mengatasi konflik keagenannya perusahaan-perusahaan lebih memilih penggunaan *instrument* hutang daripada meningkatkan

pembayaran dividen kepada pemegang saham. Mekanisme kontrol yang dilakukan PMA melalui kebijakan dividen dan kebijakan hutang efektif menurunkan konflik keagenan tipe pertama (manajer dengan pemegang saham mayoritas dan minoritas), sehingga kebijakan dividen merupakan substitusi (*agency cost hypothesis*) bagi kebijakan hutang dalam struktur modal korporasi PMA. Dilain pihak, kebijakan hutang merupakan komplemen (*financial distress cost hypothesis*) bagi kebijakan dividen PMDN untuk mengatasi konflik keagenan tipe ketiga (pemegang saham dengan kreditur/*debtholder*). Pemegang saham pengendali pada PMDN mengeksploitasi pihak kreditur/*debtholder* karena risiko proyek yang dijalankan dikompensasi oleh pihak kreditur/*debtholder* sehingga terjadi transfer kesejahteraan dari kreditur kepada pemegang saham. Penerbitan hutang karena meningkatnya pembayaran dividen kepada pemegang saham merupakan signal perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Temuan penelitian ini menenggarai bahwa PMA yang memiliki banyak proyek investasi besar dan mendanai proyek investasinya dari hutang yang tinggi semata untuk mempertahankan pangsa pasar yang telah diraih. Hubungan signifikan positif antara pangsa pasar dengan rasio hutang PMA mencerminkan semakin tinggi pangsa pasar, maka semakin tinggi rasio hutang yang diperlukan untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Hal ini dilakukan PMA untuk menciptakan *isolating mechanism* untuk meningkatkan *barriers to entry* ke dalam industri, seperti melakukan diversifikasi produk, pengembangan diferensiasi produk lewat berbagai alternatif inovasi yang lebih baik dan lebih kreatif, mengembangkan *brand image* ataupun promosi. Sementara pada perusahaan PMDN yang memiliki pangsa pasar tinggi cenderung membiayai proyek-proyek investasinya dengan rasio hutang yang rendah. Hal ini memberi arti kurang

terdorongnya perusahaan PMDN untuk melakukan rekapitalisasi. Tidak signifikannya pengaruh pangsa pasar terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka sampel penelitian ini (*all firms*) lebih dikarenakan kultur bisnis di Indonesia memungkinkan terjadinya proses peniruan produk atau teknologi, *bandwagon effect*, dan terjadinya *moral hazard* yang sangat mudah dilakukan oleh perusahaan rival.

Temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa variabel organisasi industri signifikan memoderasi pengaruh investasi terhadap struktur modal. Efek investasi terhadap rasio hutang PMDN akan semakin meningkat ketika pangsa pasar semakin besar. Sebaliknya pada PMA efek investasi terhadap rasio hutang akan menurun manakala pangsa pasar semakin besar dan efek struktur modal akan berkurang terhadap peningkatan biaya investasi PMA ketika pangsa pasar semakin besar. Perusahaan PMA yang berada dalam industri bersaing; hutang yang tinggi sebagai pendorong untuk menciptakan proyek-proyek investasi strategis yang dapat meningkatkan kinerja penjualan perusahaan. Namun, pada perusahaan PMDN efek investasi terhadap rasio hutang akan semakin positif ketika pangsa pasar semakin meningkat. Perusahaan PMDN yang memiliki pangsa pasar besar lebih mampu memperbaiki struktur modal optimalnya menurut teori *trade-off* dibanding perusahaan padanannya.

Temuan penelitian ini mengungkapkan bahwa rasio hutang PMA lebih rendah dibanding rasio hutang PMDN. Perbedaan rasio hutang PMA dan PMDN akan semakin melebar ketika perbedaan profitabilitas, biaya keagenan, biaya kebangkrutan, dan investasi semakin positif. Dalam memperbaiki struktur modal, PMA memilih prioritas sumber dana internal, sedangkan PMDN memilih prioritas sumber dana eksternal.

Hasil riset ini menunjukkan bukti bahwa mekanisme kontrol melalui kebijakan hutang sebagai substitusi kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan *all firms* di Indonesia *efektif* menurunkan konflik keagenan; maka sebagai bagian dari pedoman pemberdayaan investor, perlunya perusahaan mensinergikan kekuatan kreditur atau *debtholder* dengan kekuatan pihak manajemen dan pemegang saham ketika perusahaan memperbaiki struktur modal.

Simpulan Dan Implikasi

Simpulan Penelitian

1. Pajak korporasi belum mampu mendorong perusahaan PMA dan PMDN untuk *leveraging up*. Pengenaan beban pajak yang tinggi pada perusahaan yang profitabel masih dianggap sebagai penyebab meningkatnya biaya keagenan hutang ketimbang sebagai pembawa manfaat bagi perusahaan. Keputusan untuk menggunakan hutang ketika perusahaan profitabel terbebani pajak tinggi tidak didasarkan pada pengoptimalan struktur modal, namun didasarkan pada pertimbangan oportunistik pemegang saham mayoritas. Perusahaan cenderung mengandalkan sumber dana internal ketika ketersediaan *collateral assets* sudah berkurang, dan akan mengandalkan sumber dana eksternal ketika daya profit perusahaan rendah atau mengalami kesulitan *cashflow* untuk membiayai investasi. Ketergantungan PMDN pada *collateral assets* untuk *leveraging up* dan berinvestasi sangat signifikan. Fenomena *moral hazard* dalam pemberian pinjaman kepada PMA terpaparkan dengan tidak bergantung pada *collateral assets* yang dapat diagunkan. Perbedaan rasio utilisasi aktiva PMA dengan PMDN berpengaruh positif terhadap perbedaan

rasio hutang PMA dengan PMDN. Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN juga dipengaruhi negatif oleh biaya kebangkrutan. Semakin besar biaya kebangkrutan semakin rendah rasio hutang PMA, dan akan semakin lebar perbedaan rasio hutangnya dengan PMDN.

2. Rasio hutang PMA lebih rendah daripada rasio hutang PMDN. Penggunaan hutang oleh PMA dimaksudkan sebagai mekanisme kontrol bagi pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, namun penggunaan hutang yang tinggi oleh PMDN dimaksudkan untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham dalam mereduksi konflik keagenan. Kebijakan dividen sebagai substitusi bagi kebijakan hutang PMDN. Rasio hutang yang rendah pada PMA lebih dikarenakan kemampuan PMA melakukan diversifikasi internasional dan memperoleh manfaat *debt reduction* dari *parent company*.
3. Variabel organisasi industri memoderasi hubungan kausasi investasi dengan rasio hutang PMA. Efek positif investasi terhadap rasio hutang PMA akan semakin menurun ketika lingkungan industri semakin terkonsentrasi, *vice-versa*. Hal yang sama berlaku pada efek positif rasio hutang PMA terhadap investasi yang semakin meningkat ketika persaingan industri semakin tinggi. Namun pada PMDN, konsentrasi industri hanya memoderasi pengaruh investasi terhadap rasio hutang. Efek negatif investasi pada rasio hutang PMDN akan semakin meningkat ketika lingkungan industri semakin terkonsentrasi, *vice-versa*.
4. Perusahaan PMDN dalam mengoptimalkan struktur modalnya ditenggarai mengarah pada validitas teori *trade-off* yang cenderung memprioritaskan pilihan pendanaannya dari sumber eksternal. Hal ini berarti perusahaan PMDN di Indonesia yang bukan

tergolong industri keuangan dan *whole sale & retail trade* menggunakan hutang secara proporsional dengan daya profit perusahaan. Sedangkan perusahaan PMA lebih mengarah pada sumber pendanaan internal (*pecking order theory*). Hal ini berarti perusahaan PMA di Indonesia yang bukan tergolong industri keuangan dan *whole sale & retail trade* lebih mengandalkan daya profit untuk membiayai operasi perusahaan. Dengan adanya dana internal membuat PMA tidak terbebani untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham.

Implikasi Praktis

1. Kebijakan investasi perlu mempertimbangkan faktor adaptasi lingkungan industri ketika harus membuat keputusan struktur modal, seperti bagi manajer PMA yang beroperasi dalam industri bersaing; maka rasio hutang yang tinggi merupakan penggerak bagi penciptaan investasi strategis perusahaan untuk mempertahankan keunggulan kompetitif berkelanjutan. Penggunaan hutang yang tinggi untuk mendanai investasi lebih diarahkan pada peningkatan kualitas portfolio sumber daya dan kapabilitas perusahaan yang mampu menciptakan *barrier to entry* melalui *sharing* ekuitas, sehingga meningkatkan derajat volatilitas yang tinggi pada struktur industri.
2. Dengan mengetahui struktur modal optimal, manajer perusahaan dapat menjadikan investor sebagai bagian dari pedoman pemberdayaan emiten untuk menempatkan penyertaan modal mereka ke dalam perusahaan yang memiliki perimbangan hutang dan modal sendiri yang *favorable*. Di sisi lain, bagi investor yang berorientasi jangka panjang perlu menyikapi dengan hati-hati penyertaan modalnya ke dalam perusahaan yang memberikan dividen yang tinggi setiap tahunnya; sebagai signal seolah-olah

prospek dan kinerja masa depan perseroan baik, namun pembayaran dividen tersebut sebagian besar didanai dari penerbitan hutang yang tinggi. Penerbitan hutang yang tinggi tanpa mempertimbangkan pengimbangan manfaat dengan biaya hutang akan meningkatkan biaya keagenan hutang, dan ketidakpastian bisnis karena meningkatnya *volatilitas earning* maupun peluang kebangkrutan. Idealnya, adalah investor yang menyertakan modalnya ke dalam perseroan yang membayarkan dividen setiap tahunnya yang pendanaannya berasal dari profit yang tinggi, akan memberikan harapan keuntungan dan kenyamanan berinvestasi yang lebih baik.

3. Temuan penelitian ini menunjukkan bagaimana perusahaan-perusahaan di Indonesia menciptakan hutang yang tinggi untuk keperluan mereduksi konflik keagenannya. Oleh karena itu penting untuk menjadikan kekuatan kreditur atau *debtholder* sebagai motivator bagi manajer dan pemegang saham perusahaan di Indonesia dalam upaya membuat struktur modal yang baik.

Keterbatasan dan Agenda Penelitian Mendatang

1. Pengujian model struktural struktur modal penelitian ini dibatasi pada penggunaan satu proksi untuk setiap variabel penelitian, dengan alasan untuk mengeksplorasi pengaruh variabel-variabel yang *observable* dan terbatas dengan pendekatan persamaan regresi; sehingga hasil penelitian ini belum dapat menentukan determinan perilaku keputusan struktur modal secara tepat. Penelitian mendatang diharapkan dapat melibatkan banyak indikator untuk setiap atribut teori struktur modal, seperti penyelesaian dengan pendekatan *Structural Equation Model* (SEM).

2. Penolakan hipotesis penelitian pada variabel pajak korporasi terhadap proposisi MM mengakibatkan sulit menentukan titik rasio hutang optimum yang dapat mengimbangkan manfaat dengan pengorbanan dari penggunaan hutang, maka penelitian mendatang diharapkan dapat menentukan berbagai proksi yang tepat untuk mengukur variabel pajak korporasi, dan biaya keagenan.
3. Sampel penelitian ini menggunakan data panel dengan kualifikasi perusahaan yang tidak tergolong pada industri jasa keuangan dan ritel, serta tidak melihat pengaruh perbedaan jenis industri, risiko politik (seperti *enterprises corruption index*) dan budaya (*corporate culture*, *social culture*, dan *national culture*) pada struktur modal. Oleh karena itu, agar penelitian mendatang memberikan kekuatan dalam generalisasi hasil sebaiknya melibatkan industri jasa keuangan & ritel sebagai unit analisis, dan mempertimbangkan pengaruh perbedaan jenis industri, risiko politik, dan pengaruh budaya ke dalam model penelitian struktur modal ini, serta membagi periode waktu penelitian ke dalam periode sebelum krisis, saat krisis, dan periode waktu pemulihan ekonomi (*economy recovering*).

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
KATA PENGANTAR	iv
ABSTRAK	viii
ABSTRACT	ix
INTISARI	x
DAFTAR TABEL	xxvii
DAFTAR GAMBAR	xxx
GLOSSARY	xxxii

BAB I PENDAHULUAN	1-33
-------------------------	------

1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Fenomena Bisnis di Pasar Modal Indonesia	5
1.3 Teori Gap	15
1.4 Research Gap	18
1.5 Masalah Penelitian	25
1.6 Pertanyaan Penelitian	26
1.7 Orisinalitas	26
1.8 Tujuan Penelitian	29
1.9 Manfaat Penelitian	30
1.10 Lingkup Disertasi	31

BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL TEORITIS DAN EMPIRIS	34-124
--	--------

2.1 Rasionalitas Struktur Modal dalam Konteks Teori	34
2.2 Struktur Modal	36
2.3 Pendekatan Kontingensi (<i>Market Based View</i>)	42
2.4 Proposisi dan Model Teoritis Dasar Struktur Modal	42
- Proposisi 1 Struktur Modal Berdasarkan Teori Statis	48
- Proposisi 2 Struktur Modal Berdasarkan Teori <i>Pecking Order</i>	56
2.5 Pandangan Teori Keagenan (<i>Agency Theory View</i>)	58
- Proposisi 3 Struktur Modal Berdasarkan Teori Keagenan	74
2.6 Pandangan Kontingensi	76
- Proposisi 4 Moderasi Struktur Industri Pada Struktur Modal	84
2.7 Struktur Modal dan <i>Equity Market Timing</i>	86
2.8 Determinan Struktur Modal Perusahaan Multinasional	88
- Proposisi 5 Perbedaan Struktur Modal Perusahaan Multinasional dan Perusahaan Domestik	95
2.9 Penelitian Terdahulu tentang Determinan Struktur Modal	97
2.10 Hipotesis dan Model Pengujian Empiris	98

2.10.1	Model Empiris I: Model Konvensional Determinan <i>Leverage</i> perusahaan	98
	- Hipotesis 1 Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang	100
	- Hipotesis 2 Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang Perusahaan	102
	- Hipotesis 3 Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang Perusahaan	102
	- Hipotesis 4 Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang Perusahaan	103
	- Hipotesis 5 Hubungan Tingkat Pertumbuhan dengan Rasio Hutang Perusahaan	105
	- Hipotesis 6 Hubungan Tingkat Pajak Korporasi dengan Rasio Hutang Perusahaan	105
	- Hipotesis 7 Hubungan <i>Collateral Assets</i> dengan Rasio Hutang Perusahaan	106
	- Hipotesis 8 Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang ..	109
	- Hipotesis 9 Hubungan Penerbitan Ekuitas dengan Rasio Hutang Perusahaan	110
2.10.2	Model Empiris II: Model Struktural Kebijakan Dividen, Investasi, dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Teori Keagenan	100
	- Hipotesis 10 Hubungan Biaya Keagenan dengan Investasi	111
	- Hipotesis 11a, 11b Hubungan Biaya Keagenan dan Biaya Kebangkrutan dengan Dividen	112
	- Hipotesis 12 Hubungan Investasi dengan Dividen	113
	- Hipotesis 13a, 13b Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang	115
	- Hipotesis 14 Hubungan Dividen dengan Rasio Hutang	116
	- Hipotesis 15 Dividen Menjembatani Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang	116
2.10.3	Model Empiris III: Perbedaan Tingkat <i>Leverage</i> Perusahaan Multinasional dengan Tingkat <i>Leverage</i> Domestik	117
	- Hipotesis 16 Perbedaan Biaya Kebangkrutan dan Biaya Keagenan MNC dengan DC	117
	- Hipotesis 17 Dividen MNC lebih rendah daripada DC	118
	- Hipotesis 18 Rasio Hutang MNC lebih rendah dari DC	119
	- Kipotesis 19 Rasio Hutang Optimal MNC lebih rendah dari pada Rasio Hutang Optimal DC	120
2.10.4	Model Empiris IV Hubungan Struktur Modal dengan Variabel Organisasi Industri	120
	- Hipotesis 20 Organisasi Industri berpengaruh terhadap Keputusan Investasi dan Struktur Modal	121
	- Hipotesis 21 Organisasi Industri Memoderasi Hubungan perubahan Investasi dengan perubahan Struktur Modal Perusahaan	122
	- Hipotesis 22 <i>Trade Off Theory vs Pecking Order Theory</i>	123

BAB III METODE PENELITIAN	125-160
3.1 Desain Penelitian	125
3.2 Populasi dan Sampel	125
3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	126
3.4 Teknik Pengumpulan Data	141
3.5 Teknik Pengambilan Sampel	141
3.6 Metode Analisis Data	141
3.6.1 Pengujian Perbedaan Rata-rata Dua Populasi	142
A. Pengujian Univariate	142
B. Pengujian Multivariate	143
3.6.2 Pengujian Asumsi Klasik Model Regresi Linear Ganda	143
3.6.3 Analisis Regresi Linear Ganda	146
3.6.4 Pengujian Chow-Test	146
3.6.5 Pengujian Koefisien Regresi Model Dinamis	147
3.6.6 Model Permukaan Respon Ordo Dua	150
3.6.7 Penentuan <i>Leverage</i> Optimum melalui Model Permukaan Respon Ordo Dua	150
3.6.8 Variabel Instrumen dalam Persoalan Endogenitas	153
3.6.9 Kausalitas Granger dalam Sistem Persamaan Kointegrasi dan <i>Vector Error Correction Model</i> (VECM)	157
3.6.10 Pengujian Binomial <i>Trade-Off Theory</i> dan <i>Pecking Order Theory</i>	160
3.6.11 Uji Hipotesis dan Kuasa Pengujian (<i>Statistical Power Test</i>)..	161
BAB IV ANALISIS DATA	163–260
4.1 Distribusi Sampel Penelitian	163
4.2 Gambaran Umum Data Penelitian	167
4.3 Pengujian Model Penelitian	186
4.4 Asumsi Klasik Model Penelitian	190
4.4.1 Uji Normalitas Data	190
4.4.2 Uji Multikolinearitas	190
4.4.3 Uji Homoskedastisitas	191
4.4.4 Uji Autokorelasi atau <i>Autoregressive Error Terms</i>	192
4.5 Pengujian Hipotesis Penelitian	193
4.5.1 Model Konvensional Determinan Struktur Modal	193
4.5.2 Model Empiris Persamaan Struktural Struktur Modal	204
4.5.3 Pengujian Kausalitas Granger dalam Sistem Persamaan Struktural	207
4.5.4 Penyelesaian dan Pengujian Model Empiris Struktural Struktur Modal	209
4.5.5 Model Empiris Perbedaan Struktur Modal Perusahaan PMA versus PMDN	229
4.5.6 Pengujian Model Struktural Struktur Modal dengan Variabel Organisasi Industri diukur dengan <i>Measurement Error</i>	236
4.5.7 Pengujian Koefisien Regresi Model Dinamis Struktur Modal.....	245

BAB V PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	261-361
5.1 Pembahasan Hasil Pengembangan Model Penelitian	261
5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis	262
5.2.1 s/d 5.2.22 Pembahasan Hipotesis 1 s/d Hipotesis 22	264-363
 BAB VI KESIMPULAN, IMPLIKASI & KETERBATASAN PENELITIAN ...	364 - 405
6.1 Kesimpulan Hipotesis	364
6.2 Kesimpulan Masalah Penelitian	382
6.3 Implikasi Teoritis	398
6.4 Implikasi Manajerial	400
6.5 Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang	403
 APPENDIX	406-413
- Appendix 1 <i>Instrument Variables</i>	406
- Appendix 2 Uji simultanitas Spesifikasi Hausman	410
- Appendix 3 Teknik Cochrane-Orcutt	411
- Appendix 4 Fungsi Peluang Binom	412
 DAFTAR PUSTAKA	414-430
 LAMPIRAN-LAMPIRAN	431-500
Lampiran : Resume Pemetaan Teoritis dan Penelitian Terdahulu	431
Lampiran : Lampiran-Lampiran Hasil Olah Data	461
- Lampiran A : Ringkasan Statistik Deskriptif PMDN	461
- Lampiran B : Ringkasan Statistik Deskriptif PMA	462
- Lampiran C : Model Konvensional Determinan Struktur Modal	464
- Lampiran D : Model Persamaan Struktural Struktur Modal	468
- Lampiran E : Pengujian Model Dinamis Struktur Modal	491
- Lampiran F : Pengujian Dividen Sebagai Variabel <i>Intervening</i> Investasi dan Utilisasi Aktiva	495

DAFTAR TABEL

TABEL	Judul Tabel	Hal
1.1	Ukuran Perusahaan PMA	6
1.2	Ukuran Perusahaan PMDN	6
1.3	<i>Leverage</i> Perusahaan PMA	7
1.4	<i>Leverage</i> Perusahaan PMDN	7
1.5	Profitabilitas Perusahaan PMA	8
1.6	Profitabilitas Perusahaan PMDN	9
1.7	Biaya Keagenan Perusahaan PMA	10
1.8	Biaya Keagenan Perusahaan PMDN	10
1.9	Klasifikasi Perusahaan PMA Berdasarkan <i>Shareholders</i>	11
1.10	Klasifikasi Perusahaan PMDN Berdasarkan <i>Shareholders</i>	12
1.11	Alokasi Sumber Pendanaan Perusahaan PMDN	13
1.12	Alokasi Sumber Pendanaan Perusahaan PMA	14
1.13	Teori Gap dan Isu/teori	18
1.14	<i>Research & Fenomena Gap</i>	23
3.1	Ringkasan Variabel Penelitian dalam studi ini	135
3.2	Identifikasi Sistem Persamaan Struktural.....	155
4.1.A	Kerangka Sampel Jenis dan Kode Industri	164
4.1.B	Distribusi Emiten Berdasarkan Industri	165
4.2.A	Besaran Rata-Rata Perusahaan PMA	167
4.2.B	Besaran Rata-Rata Perusahaan PMDN	168
4.3.	Hasil Uji Beda Rata-Rata Kedua Status Perusahaan	169
4.4.A	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Profitabilitas PMA	170
4.4.B	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Profitabilitas PMDN	171
4.5.A	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan <i>Growth</i> PMA	172
4.5.B	Tabulasi Silang <i>Levergae</i> dengan <i>Growth</i> PMDN	172
4.6.A	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Utilisasi Aktiva PMA	173
4.6.B	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Utilisasi Aktiva PMDN	174
4.7.A	Tabulasi Silang Dividen dengan Utilisasi Aktiva PMA	175
4.7.B	Tabulasi Silang Dividen dengan Utilisasi Aktiva PMDN	175
4.8.A	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Dividen PMA	176
4.8.B	Tabulasi Silang <i>Leverage</i> dengan Dividen PMDN	177
4.9.A	Klasifikasi Perusahaan PMA Berdasarkan <i>Shareholders</i>	178
4.9.B	Klasifikasi Perusahaan PMDN Berdasarkan <i>Shareholders</i>	179
4.10.A	Alokasi Sumber Pendanaan Perusahaan PMA	181
4.10.B	Alokasi Sumber Pendanaan Perusahaan PMDN	181
4.11.A	Tabulasi Silang Dividen dengan <i>Growth</i> PMA	184
4.11.B	Tabulasi Silang Dividen dengan <i>Growth</i> PMDN	185
4.12	Matriks Koefisien Korelasi antar Variabel Bebas Penelitian	190
4.13	Matriks Koefisien Korelasi Antar Dua Variabel Penelitian Variabel <i>Growth</i> Sebagai Variabel Kontrol	191
4.14	Ringkasan Hasil Uji Koefisien Regresi Dibakukan Model Konvensional Determinan Struktur Modal	194

4.15	Identifikasi Persamaan Struktural	204
4.16	Ringkasan Hasil Estimasi Koefisien Regresi Model <i>Reduced Form</i> Persamaan Dividen, Investasi & <i>Leverage</i>	205
4.17	Ringkasan Hasil Uji Spesifikasi Hausman Simultanitas Koefisien Regresi Persamaan Dividen, Investasi & <i>Leverage</i>	206
4.18	Uji Endogenitas Variabel Investasi Pada <i>Leverage</i> PMA & PMDN (<i>Granger Causality Test</i>)	208
4.19	Penyelesaian Persamaan Struktural Original <i>Leverage</i> PMA & PMDN Dengan Teknik <i>Two Stages Least Square</i> (2SLS)	210
4.19A	Uji <i>Autoregressive Error Term</i> Model Struktural <i>Leverage</i> PMA & PMDN (<i>ALL FIRMS</i>)	211
4.20	Penyelesaian Persamaan Struktural Original Investasi Dengan Teknik <i>Two Stages Least Square</i> (2SLS)	217
4.21	Penyelesaian Persamaan Struktural Original Dividen Dengan Teknik <i>Two Stages Least Square</i> (2SLS)	220
4.22	Uji Kesejajaran Persamaan Garis Regresi PMA VS PMDN	231
4.23	Ringkasan Hasil Uji Perbedaan Determinan Struktur Modal Perusahaan PMA VS PMDN	235
4.24	Persamaan <i>Market Share</i> Perusahaan PMA	237
4.25	Teknik Cochrane Orcutt Untuk Penyelesaian Persamaan Struktural Original <i>Leverage</i> PMA Dengan Koefisien Regresi Berubah <i>Market Share</i> Diukur Dengan <i>Measurement Error</i>	240
4.26	Persamaan <i>Market Share</i> Perusahaan PMDN	241
4.27	Teknik Cochrane Orcutt Untuk Penyelesaian Persamaan Struktural Original <i>Leverage</i> PMDN Dengan Koefisien Regresi Berubah <i>Market Share</i> Diukur Dengan <i>Measurement Error</i>	242
4.28	Ringkasan Hasil Uji Perbedaan Determinan Struktur Modal Perusahaan PMA vs PMDN <i>Market Share</i> Diukur dengan <i>Measurement Error</i>	244
4.29	Teknik Cochrane-Orcutt Model <i>Target Leverage</i> PMA & PMDN	245
4.30	Teknik Cochrane-Orcutt Untuk Model Struktur Modal PMA & PMDN Model Fama & French	248
4.31	Ringkasan Hasil Uji Perbedaan Struktur Modal Dinamis Fama & French Perusahaan PMA Vs PMDN	249
4.32	Teknik Cochrane-Orcutt Penyelesaian dan Pengujian Model Dinamis Struktur Modal PMA & PMDN <i>Market Share</i> Sebagai Variabel Moderator	251
4.33	Ringkasan Hasil Uji Perbedaan Struktur Modal Dinamis Perusahaan PMA Vs PMDN	252
4.34	Pengujian Model Dinamis Permukaan Respon Ordo Dua Struktur Modal PMA & PMDN	253
4.35	Hasil Pengujian Perbedaan <i>Leverage</i> Optimum PMA VS PMDN ...	256
4.36	Hasil Pengujian Validitas <i>Trade-Off Theory</i>	257
4.37	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis-Hipotesis Penelitian Model Konvensional, Model Struktural, dan Model Dinamis Struktur Modal <i>All Firms</i> , PMA dan PMDN	257

5.1	Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis.....	263
5.2.A	Pengujian Model Konvensional Determinan <i>Leverage</i> PMDN (<i>Retained Earning</i> Sebagai Variabel Kontrol)	283
5.2.B	Pengujian Model Konvensional Determinan <i>Leverage</i> PMA (<i>Retained Earning</i> Sebagai Variabel Kontrol)	284
5.3	Perusahaan yang Berpotensi Memiliki Konflik Keagenan	305
5.4	Pengujian Model Konvensional Determinan <i>Leverage</i> Korporasi Variabel <i>Growth</i> sebagai Variabel Kontrol	312
5.5	Ringkasan Hasil Uji Kesejajaran Garis PMA VS PMDN	328
5.6	Hasil Uji Koefisien Arah Determinan Struktur ModalPerusahaan PMA vs PMDN <i>Market Share</i> diukur dengan <i>Measurement Error</i>	329
5.7	Pengujian Validitas <i>Trade-Off Theory</i>	360
5.8	Perilaku Mengoptimalkan Struktur Modal Teori <i>Trade-Off</i> vs <i>Pecking Order</i>	361

DAFTAR GAMBAR

GAMBAR	Judul Gambar	Hal
1.1	Diagram Alur Lingkup Disertasi	33
2.1	Piktograf Sumber Pendanaan Eksternal Berdasarkan Teori <i>Trade-Off Statis</i>	48
2.2	Piktograf Sumber Pendanaan Internal berdasarkan Teori <i>Pecking Order</i>	57
2.3	Pengaruh <i>Leverage</i> Pada Keputusan Investasi dan Biaya Keagenan	68
2.4	Piktograf Dividen sebagai Monitoring Capital Market	75
2.5	Piktograf Struktur Industri Memoderasi Hubungan Prioritas Sumber Pendanaan dengan Struktur Modal	85
2.6	Manfaat <i>Debt Reduction</i> karena Derajat Internasionalisasi	92
2.7	Potensi Konflik antara Manajer vs Kreditur akibat <i>debt reduction</i> ..	94
2.8	<i>The Proposed Grand Theoretical Model</i>	96
2.9	Model Konvensional Determinan Struktur Modal	99
2.10	Model Struktural Kebijakan Dividen dan <i>Leverage</i> Berdasarkan Teori Keagenan	110
2.11	<i>The New Proposed Empirical Model</i>	123
4.1	Modifikasi Model Empiris	188
4.2	Hubungan antara Variabel Eksogen dan Endogen <i>Market Share</i> diukur tanpa <i>Measurement Error</i>	209
4.3	Diagram Jalur Sederhana Dividen Menjembatani Biaya Keagenan dan Investasi PMA & PMDN	222
4.5.A	Diagram Jalur Sederhana Dividen Menjembatani Pengaruh Investasi dan Biaya Keagenan terhadap <i>Leverage</i> PMA	224
4.5.B	Diagram Jalur Sederhana Dividen Menjembatani Pengaruh Investasi dan Biaya Keagenan Terhadap <i>Leverage</i> PMDN	225
4.6	Model Empiris Perbedaan Struktur Modal PMA vs PMDN <i>Market Share</i> Diukur dengan <i>Measurement Error</i>	236
4.7	Hubungan Efek Investasi pada Rasio Hutang PMA dengan <i>Market Share (Market Share</i> diukur dengan <i>Measurement Error)</i>	238
4.8	Hubungan Efek Investasi pada Rasio Hutang PMA dengan <i>Market Share (Market Share</i> diukur dengan <i>Measurement Error)</i>	243
5.1	Diagram Jalur Dividen Menjembatani Pengaruh Investasi dan Biaya Keagenan terhadap Rasio Hutang PMA & PMDN	318
5.2	Diagram Jalur Dividen Menjembatani Pengaruh Investasi dan Biaya Keagenan terhadap Rasio Hutang PMA	321
5.3	Diagram Jalur Dividen Menjembatani Pengaruh Investasi dan Biaya Keagenan terhadap Rasio Hutang PMDN	325
5.4	Grafik Kesejajaran Garis Rasio Hutang PMA vs PMDN Efek Profitabilitas	330

5.5	Perbedaan Pengaruh Besaran Aktiva PMA vs PMDN	332
5.6	Perbedaan Pengaruh Biaya Keagenan PMA vs PMDN	334
5.7	Perbedaan Pengaruh Biaya Kebangkrutan PMA vs PMDN	335
5.8	Ketidaksejajaran Rasio Hutang PMA vs PMDN Efek <i>Dividend Yield</i>	337
5.9	Perbedaan Pengaruh Investasi PMA vs PMDN	342
5.10	Hubungan Efek Investasi pada Rasio Hutang <i>All Firms</i> dengan <i>Market Share</i>	352
5.11	Efek Rasio Hutang pada Investasi PMA ketika <i>Market Share</i> semakin besar	355
5.12	Efek Investasi pada Rasio Hutang PMDN ketika <i>Market Share</i> semakin besar	357
5.13	Titik Kesamaan Preferensi <i>Debt-Equity</i> dalam Struktur Modal Berimbang	362

GLOSSARY

AC	: <i>Agency Cost</i> (biaya keagenan).
AUR	: <i>Asset Utilization Ratio</i> (rasio utilisasi aktiva).
BAPEPAM-LK	: Badan Penyelenggara Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.
BBM	: Bahan Bakar Minyak.
BC	: <i>Banckruptcy Cost</i> (biaya kebangkrutan).
BEI	: Bursa Efek Indonesia (IDX = <i>Indonesian Stock Exchange</i>).
BEJ	: Bursa Efek Jakarta (JSX = <i>Jakarta Stock Exchange</i>).
BLUE	: <i>Best Linear Unbiased Estimator</i> (penduga tak bias linear terbaik).
BR	: <i>Banckruptcy Risk</i> (risiko kebangkrutan).
C	: <i>Contingency Coefficient</i> (koefisien derajat hubungan).
CD	: <i>Cost of Debt</i> (biaya penggunaan hutang).
CEO	: <i>Chief of Executive Officer</i> (eksekutif puncak).
Co	: <i>Cost of capital</i> per unit.
CR	: Concentration Ratio (rasio konsentrasi industri).
CV	: <i>Coefficient of Variation</i> (koefisien keragaman).
CVA	: <i>Collateral Value of Asset</i> (nilai aktiva yang diagunkan).
D	: <i>Debt</i> (hutang).
DC	: <i>Domestic Corporation</i> (perusahaan domestik).
Dum	: <i>Dummy</i> (variabel boneka).
DumGROW	: <i>Dummy Growth Variable</i> (variabel boneka untuk pertumbuhan).
D/A	: <i>Debt to Asset</i> (rasio hutang atas aktiva).
Depr/A	: <i>Depreciation to Asset</i> (rasio penyusutan terhadap total aktiva).
Det (H)	: <i>Determinant Hession</i> .
Dd	: <i>Demand of debt</i> (jumlah kredit yang diminta/permintaan kredit).
DIV	: Dividen (laba yang dibagi).
DivYld	: <i>Dividend Yield</i> (rasio pembayaran dividen terhadap harga saham).
DW test	: Durbin-Watson test.
E	: <i>Equity</i> (ekuitas).
EARNVOL	: <i>Earning Volatility</i> (volatilitas earning).
EAT	: <i>Earning After Tax</i> (laba bersih setelah pajak).
EBT	: <i>Earning Before Tax</i> (laba sebelum pajak).
EBIT	: <i>Earning Before Interest and Tax</i> (laba sebelum bunga & pajak).
EBITDA	: <i>Earning Before Interest, Tax and Depreciation to Asset</i> .
EDd	: <i>Excess Demand of debt</i> (kelebihan permintaan kredit).
Edom	: <i>Equilibrium in domestic market</i> (keseimbangan di pasar lokal).
Eworld	: <i>Equilibrium in world market</i> (keseimbangan di pasar dunia).
FATA	: <i>Fixed Asset to Total Asset</i> (rasio aktiva berwujud terhadap total aktiva, disebut juga <i>tangible asset</i>).
FCF	: <i>Free Cash Flow</i> (aliran kas berlebih).
FDI	: <i>Foreign Direct Investment</i> (investasi langsung di luar negeri).
F-stat	: <i>Fischer statistic</i> (F hitung menurut distribusi F).

g	: <i>growth rate</i> (tingkat pertumbuhan).
GO	: <i>Growth Opportunity</i> (variabel peluang pertumbuhan).
GRW	: <i>Growth Variable</i> (variabel pertumbuhan).
HA	: Hipotesis Alternatif atau hipotesis tandingan dari Ho.
Ho	: Hipotesis sementara yang ingin ditolak pada uji hipotesis statistik.
ICMD	: <i>Indonesian Capital Market Directory</i> .
IDX	: <i>Indonesian Stock Exchange</i> (Bursa Efek Indonesia).
INV	: <i>Investment</i> (variabel investasi).
INVCAP	: <i>Invested Capital</i> (investasi modal).
IV	: <i>Instrument Variable</i> (variabel instrumen).
JSX	: <i>Jakarta Stock Exchange</i> (Bursa Efek Jakarta).
Kd	: <i>Cost of debt</i> (biaya hutang).
Ket	: Keterangan.
Ke	: <i>Cost of equity</i> (biaya ekuitas atau biaya modal sendiri).
Ko	: <i>Cost of outlay</i> (biaya investasi awal).
LEV	: <i>Leverage</i> (rasio hutang atas aktiva).
Ln	: Logaritma natural.
M/B	: <i>Market to Book Ratio</i> (rasio nilai pasar terhadap nilai buku).
ME	: <i>Market Equity</i> (nilai pasar ekuitas).
MLEV	: <i>Market Leverage</i> (nilai pasar hutang).
MM	: Modigliani-Miller (proposisi Modigliani & Miller).
MNC	: <i>Multinational Corporation</i> (perusahaan multinasional).
MSE	: <i>Mean Square Error</i> (kuadrat tengah sisaan).
MV	: <i>Market Valuation</i> (penilaian harga pasar ekuitas).
MVEQ	: <i>Market Value of Equity</i> (variabel penerbitan ekuitas).
MVI	: <i>Marginal Volatility of Investment</i> (volatilitas marjinal investasi).
NDTS	: <i>Non Debt Tax Shield</i> (proksi tingkat pajak).
Non Sig	: Non Signifikan (tidak berbeda nyata).
NPV	: <i>Net Present Value</i> (nilai bersih sekarang).
OLS	: <i>Ordinary Least Square</i> .
PMA	: Penanaman Modal Asing.
PMDN	: Penanaman Modal Dalam Negeri.
PROF	: Profitabilitas (kemampulabaan atau daya profit).
Pred_DIV	: <i>Predicted Dividend</i> (variabel instrumen <i>measurement error</i> dividen).
Pred_INV	: <i>Predicted Investment</i> (variabel instrumen <i>measurement error</i> investasi)
Pred_LEV	: <i>Predicted Leverage</i> (variabel instrumen <i>measurement error</i> leverage).
Prob	: <i>Probability</i> (peluang atau nilai kemungkinan).
Ps	: <i>Price of stock</i> (harga saham atau <i>firm value</i>).
PT	: Perseroan Terbatas.
PVfirm	: <i>Present Value of firm</i> (nilai perusahaan yang dihitung dengan nilai sekarang pada tingkat diskonto tertentu).

R & D	: <i>Research and Development</i> (penelitian dan pengembangan).
ROA	: <i>Return On Asset</i> (rasio laba atas aktiva).
ROI	: <i>Return On Investment</i> (rasio laba atas investasi).
RSquare	: Koefisien Determinasi dari suatu model persamaan regresi.
RSS	: <i>Residual Sum of Square</i> (jumlah kuadrat sisaan).
RUPS	: Rapat Umum Pemegang Saham.
S-C-P	: Paradigma <i>Structure-Conduct-Performance</i> .
Sd	: <i>Supply of debt</i> (penawaran hutang atau kredit).
SEM	: <i>Structural Equation Model</i> (model persamaan terstruktur).
TA	: Total Aktiva.
TaxPay	: <i>Tax Payment</i> (pembayaran pajak).
TAXR	: <i>Tax Rate</i> (besar pajak yang dibayarkan).
Tbk	: Terbuka (istilah untuk perusahaan yang <i>go public</i> di pasar modal).
TGA	: <i>Total Growth of Asset</i> (total pertumbuhan aktiva).
TSLs (2SLS)	: <i>Two Stages Least Square</i> (teknik regresi dua tahap).
UK	: United Kingdom (Inggris Raya).
Val atau V	: <i>Market value of the firm</i> .
VAR	: <i>Vector Autoregressive</i> .
VECM	: <i>Vector Error Corection Model</i> .
VL	: <i>Value of Leveraged firm</i> (nilai perusahaan yang dibiayai dari hutang).
VOI	: Variabel Organisasi Industri atau dinamika persaingan industri.
Vs	: Versus (lawan atau diperhadapkan dengan).
VU	: <i>Value of Unleveraged firm</i> (nilai perusahaan yang dibiayai oleh modal sendiri atau tanpa hutang).
Z	: Distribusi normal Z (luas area di bawah kurva normal).
Zscore	: Skor baku kaidah distribusi normal Z.
1- β	: <i>Statistical power test</i> (kuasa uji statistik).
$\partial B / \partial (K_0^d)$: Fungsi marjinal <i>return</i> dari obligasi atas investasi yang dibiayai dari penggunaan hutang.

**STUDI MENGENAI PERBEDAAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL ASING DENGAN
PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL DALAM NEGERI YANG
GO PUBLIC DI PASAR MODAL INDONESIA
(Perspektif Teori Dasar Struktur Modal, Teori Keagenan dan Teori Kontingensi
Dalam Upaya Mengoptimalkan Struktur Modal Perusahaan)**

DISERTASI

**Diajukan Untuk Memperoleh Gelar Doktor Ilmu Ekonomi
Dalam Bidang Manajemen dengan Kajian Manajemen Keuangan Pada
Program Doktor Ilmu Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang**



Oleh:

RUDOLF LUMBANTOBING

NIM C5B005016

**FAKULTAS PASCASARJANA
PROGRAM STUDI DOKTOR ILMU EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2008**

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Ada ungkapan umum yang menjadi filosofi dalam manajemen keuangan modern, khususnya mengenai struktur modal, yakni *borrow as much as you can get* dan *don't spread your earning but spread your risk*, kedua ungkapan ini memberikan nasehat kepada investor atau perusahaan agar bijak dalam menentukan komposisi struktur modal pilihan pendanaannya. Hutang sebagai sumber pendanaan eksternal menjadi sesuatu yang menarik bagi perusahaan untuk rekapitalisasi atau restrukturisasi modal dan pengembangan operasi bisnisnya disamping modal sendiri. Dalam konteks manajemen keuangan hutang bermanfaat karena memberikan *financial leverage*¹ yang dapat meningkatkan pendapatan per lembar saham. Namun hutang yang terlalu besar akan menambah risiko keuangan dan dapat menimbulkan *cost of financial distress*².

Atas dasar dua filosofi ini, sangat penting bagi perusahaan untuk mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan, yang mengindikasikan proporsi hutang dan ekuitas yang diterbitkan perusahaan. Teori statis menyebutkan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka nilai perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham akan semakin meningkat, namun sampai pada titik tertentu peningkatan proporsi hutang tersebut akan menurunkan nilai perusahaan (Modigliani-Miller, 1958). Nilai perusahaan ditentukan dengan cara bagaimana dana/kas diperoleh dan diinvestasikan, sehingga nilai perusahaan dipengaruhi

¹ Sumadji *et al*, mendefinisikan *financial leverage* sebagai penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar bagi pemegang saham.

² Disebut juga biaya kesulitan finansial, meliputi biaya-biaya administratif dan legal dari likuidasi atau reorganisasi.

oleh cara manajer mengkombinasikan ekuitas dan hutang. Kombinasi pendanaan perusahaan antara ekuitas dan hutang ini disebut dengan struktur modal (Keown, 2005).

Melihat perekonomian Indonesia yang sedang dan telah memasuki era pasar bebas; kegiatan ekonominya ditopang oleh berbagai jenis industri yang dijalankan oleh perusahaan-perusahaan yang secara garis besar dibagi ke dalam dua kelompok yaitu perusahaan multinasional dan perusahaan domestik, tentunya sangat perlu bagi setiap perusahaan multinasional untuk mengetahui struktur modal optimal yang dianutnya relatif berbeda dengan perusahaan domestik.

Perusahaan multinasional³ adalah perusahaan yang terlibat dalam suatu bisnis internasional dan berbasis usaha (mulai dari kegiatan produksi sampai dengan kegiatan pemasaran) mencakup kegiatan ekonomi antar negara (ekonomi global) dan kepemilikan ekuitas di banyak negara. Sedangkan perusahaan domestik adalah perusahaan yang basis usahanya mencakup kegiatan ekonomi suatu negara atau lingkup ekonomi nasional dan kantor pusat berkedudukan di dalam negeri. Dibandingkan dengan perusahaan domestik yang beroperasi di dalam lingkup ekonomi satu negara, perusahaan multinasional yang melakukan afiliasi bisnis kompleks dengan banyak negara, maka perusahaan multinasional memiliki peluang untuk meraih lebih banyak hutang dan mampu mempertahankan rasio hutang optimalnya. Disamping itu perusahaan multinasional memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi sehingga memiliki peluang investasi lebih besar daripada perusahaan domestik. Peluang ini memungkinkan struktur modal multinasional akan berbeda dengan perusahaan domestik.

³ Hodgetts & Luthans mendefinisikan *MNC is a firm having operations in more than one country, foreign sales, and a nationality mix of managers and owners*. Eiteman *et al* memberi batasan “MNC is the firm expands operations across borders as international business expands, incorporating activities in other countries, which needs to be closer to the consumer, cheaper sources of inputs, or other producers of the same product to gain from their activities. It needs to produce abroad as well as sell abroad”.

Perbedaan struktur modal perusahaan domestik dengan perusahaan multinasional disamping disebabkan oleh pengaruh lingkungan luar, jenis industri dan derajat internasionalisasi (Kuo & Wang, 2005), juga disebabkan oleh biaya keagenan (biaya ekstra melakukan pengawasan dan pengontrolan) dan biaya kebangkrutan (peluang kebangkrutan, *financial distress cost* dan volatilitas *earning*). Ju (2005) menunjukkan bukti struktur modal sebagai keputusan keuangan perusahaan dipengaruhi negatif oleh biaya kebangkrutan. Namun Strebulaev (2003) dengan *Refinancing model*, Gaud *et al* (2005), menunjukkan biaya kebangkrutan tidak berpengaruh terhadap *leverage*.

Penelitian mengenai perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik masih sangat sedikit dilakukan. Diantaranya di Amerika Serikat oleh Lee & Kwok (1988), dan Burgman (1996); di Australia oleh Shumi Akhtar (2005); dan di Asia oleh Supanvanij (2006). Mereka menunjukkan adanya perbedaan hasil penelitian. Lee & Kwok (1988), Shapiro (1978), Fatemi (1988), dan Chen *et al* (1997), menunjukkan *leverage*⁴ perusahaan multinasional lebih rendah dibandingkan *leverage* perusahaan domestik, namun *agency cost* dan *bankruptcy cost* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Sedangkan Akhtar (2005) menunjukkan *leverage* multinasional tidak berbeda dengan domestik, namun *banckruptcy cost* berpengaruh terhadap *leverage*. Sementara Supanvanij (2006) menunjukkan ketidaksamaan determinan *leverage* jangka panjang *Asian firms* dengan *multinational corporation* di Asia. Studi Vera *et al* (2005), Chevalier *et al* (2006) menunjukkan *leverage* perusahaan multinasional di Indonesia berbeda dengan perusahaan domestik, namun perbedaan biaya keagenan perusahaan multinasional dengan biaya keagenan perusahaan domestik tidak signifikan.

⁴ Istilah yang lazim digunakan dalam keuangan untuk menunjukkan kemampuan dari biaya-biaya tetap dalam meningkatkan pengembalian hasil bagi pemilik suatu perusahaan. Disebut juga sebagai *rasio hutang atas aktiva*.

Sementara penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham oleh pihak manajemen dengan struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan, seperti studi Agrawal & Knoeber (1996), Mao (2003), Chen *et al* (2006) yang menunjukkan cukup bukti bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen berkorelasi positif dengan rasio hutang perusahaan. Namun, Chen & Strange (2006) demikian juga Jensen *et al* (1992), Moh'd *et al* (1998) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen memiliki hubungan negatif dengan struktur modal.

Rozeff (1982), menyatakan masalah keagenan dapat pula dikurangi dengan mekanisme pembayaran dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena dengan pembagian dividen, pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka untuk mengurangi konflik. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru sehingga mengurangi biaya keagenan.

Jensen (1986) menyatakan manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan konflik keagenan. Lebih lanjut, dinyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham adalah pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan kembali, sementara sebaliknya bagi manajer. Namun demikian, ketika pihak manajemen dilibatkan dalam bentuk *insider ownership*, maka kepentingan pemegang saham akan sesuai dengan kepentingan manajer,

karena para manajer juga akan memperoleh tingkat pengembalian atas kepemilikannya dalam bentuk dividen, sehingga konflik yang terjadi dapat dikurangi (Chen *et al*, 2006).

Deshmukh (2005) menunjukkan bahwa *insider ownership*, peluang kebangkrutan, dan biaya penerbitan ekuitas berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Mollah (2000) juga menunjukkan bukti bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap dividen, sedangkan *dispersion of ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Studi Mollah ini konsisten dengan *Jensen's Free Cashflow Hypothesis* bahwa biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun, studi Bhaduri (2002), Tong & Green (2005) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*. Pembayaran dividen yang besar akan meningkatkan kebutuhan kas. Ketika perusahaan mengalami kesulitan *cashflow*, hutang sebagai sumber dana eksternal dapat digunakan untuk membiayai pembayaran dividen tersebut, sehingga mendorong rasio hutang meningkat.

1.2 Fenomena Bisnis di Pasar Modal Indonesia.

Dalam penelitian ini, istilah perusahaan multinasional menunjuk pada perusahaan penanaman modal asing (PMA)⁵ sebagai anak perusahaan (*subsidiaries*) yang berafiliasi bisnis dengan perusahaan *parent company* yang berkedudukan kantor pusat di luar negeri. Sedangkan perusahaan domestik adalah perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN)⁶, kantor pusat berkedudukan di Indonesia.

⁵ PMA merupakan penanaman modal yang dimiliki oleh orang-orang asing dan digunakan untuk menjalankan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Pemilik modal secara langsung menanggung risiko dari penanaman modal tersebut dan dimungkinkan adanya kerjasama dengan modal nasional (UU No.1/1967). Definisi lain menyebutkan perusahaan yang sebagian besar kepemilikan sahamnya dimiliki pihak asing dan aliran modalnya terjadi dari suatu negara ke negara lain sebagai akibat adanya kegiatan bisnis atau kegiatan lainnya yang masih berada dalam pengawasan negara (Ismaya, 2006: *Kamus Perbankan*. Pustaka Grafika, Bandung).

⁶ PMDN merupakan penanaman modal yang berupa bagian dari kekayaan masyarakat Indonesia, termasuk hak-hak dan benda-benda baik yang dimiliki oleh negara maupun swasta nasional atau swasta asing yang berdomisili di Indonesia yang disisihkan/disediakan guna menjalankan suatu usaha (UU No.6/1968).

Studi empiris Vera *et al* (2005) yang menggunakan sampel penelitian 8 emiten PMA dan 10 emiten PMDN berkapitalisasi besar yang *go public* di pasar modal Indonesia dan teraktif selama periode waktu pengamatan 2000-2003, menunjukkan fenomena bahwa PMA yang memiliki rata-rata ukuran perusahaan⁷ lebih kecil dari PMDN, rata-rata memiliki *leverage* lebih rendah dibanding PMDN. Fenomena ini ditunjukkan oleh hubungan ukuran perusahaan dengan *leverage* perusahaan seperti yang tersaji pada Tabel 1.1, Tabel 1.2, Tabel 1.3, dan Tabel 1.4 di bawah ini:

TABEL 1.1
UKURAN PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL ASING

Nama Perusahaan PMA	Ukuran Perusahaan (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
InternationalNickelIndonesia Tbk	30,09	30,04	30,02	30,09	30,06
Asahimas Flat Glass Tbk	28,16	28,13	28,04	28,02	28,09
Unggul Indah Cahaya Tbk	28,28	28,28	28,25	28,51	28,33
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	28,33	28,35	28,37	28,55	28,40
Astra International Tbk	30,94	30,90	30,91	30,94	30,92
Indorama Syntetics Tbk	29,28	29,23	29,22	29,20	29,23
Unilever Indonesia Tbk	28,44	28,62	28,76	28,86	28,67
Multipolar Tbk	28,04	28,11	28,20	28,18	28,13
Rata-rata	28,95	28,96	28,97	29,04	28,98

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.
Ket: ICMD singkatan dari *Indonesian Capital Market Directory*.

TABEL 1.2
UKURAN PERUSAHAAN PENANAMAN MODAL DALAM NEGERI

Nama Perusahaan PMDN	Ukuran Perusahaan (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
Astra Agro Lestari Tbk	28,38	28,51	28,59	28,68	28,54
Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	31,58	31,55	31,54	31,52	31,55
Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	30,09	30,11	30,07	29,95	30,06
Pabrik Kertas Tjiwi KimiaTbk	30,60	30,61	30,58	30,58	30,59
Gajah Tunggal Tbk	30,33	30,35	30,15	30,13	30,24
Indomobil Sukses International Tbk	28,89	28,58	28,46	28,67	28,65
Indofood Sukses Makmur Tbk	30,16	30,19	30,36	30,36	30,27
HM Sampoerna Tbk	29,78	29,88	29,91	29,95	29,88
Kalbe Farma Tbk	28,19	28,33	28,26	28,53	28,33
Indosat Tbk	29,61	30,74	30,72	30,89	30,49
Rata-rata	29,76	29,89	29,86	29,93	29,86

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

⁷ Banyak peneliti menggunakan proksi Ln (Total Assets) yang menunjukkan persentase kumulatif perubahan *total assets*. Secara matematis dapat didefinisikan sebagai $Ln(TA) = \int dTA/TA$ atau $Ln(TA) = \sum \Delta TA/TA$.

Tabel 1.1 dan Tabel 1.2 diatas memperlihatkan secara rata-rata ukuran perusahaan PMA di Indonesia (28,98%) lebih rendah dibandingkan PMDN di Indonesia (29,86%). Demikian juga Tabel 1.3 dan Tabel 1.4 memperlihatkan rata-rata *leverage* PMA (51,67%) lebih rendah daripada rata-rata *leverage* PMDN (63,69%). Tabel-tabel tersebut menunjukkan bahwa perusahaan PMDN di Indonesia yang berukuran besar menggunakan hutang lebih besar dibanding perusahaan PMA.

TABEL 1.3
LEVERAGE PERUSAHAAN PMA

Nama Perusahaan PMA	Leverage (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
International Nickel Indonesia Tbk	4,40	40,23	36,63	33,50	28,69
Asahimas Flat Glass Tbk	75,48	67,12	51,61	42,16	59,09
Unggul Indah Cahaya Tbk	65,49	61,54	55,81	61,22	61,01
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	65,42	59,60	55,04	66,93	61,75
Astra International Tbk	87,40	82,88	65,93	50,72	71,73
Indorama Syntetics Tbk	55,32	59,32	58,29	56,99	57,48
Unilever Indonesia Tbk	36,74	35,31	34,04	38,40	36,12
Multipolar Tbk	34,35	36,38	40,94	38,28	37,49
Rata-rata	53,07	55,30	49,79	48,52	51,67

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

TABEL 1.4
LEVERAGE PERUSAHAAN PMDN

Nama Perusahaan PMDN	Leverage (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
Astra Agro Lestari Tbk	52,57	52,07	45,32	45,04	48,75
Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	58,65	60,85	65,19	69,92	63,65
Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	90,37	76,84	66,78	55,31	72,32
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	74,68	77,17	78,84	80,23	77,73
Gajah Tunggal Tbk	40,17	81,41	98,15	89,70	77,36
Indomobil Sukses International Tbk	35,55	74,38	82,73	87,00	69,61
Indofood Sukses Makmur Tbk	70,59	66,71	44,62	68,93	62,71
HM Sampoerna Tbk	52,71	53,64	45,04	41,16	48,14
Kalbe Farma Tbk	82,61	81,57	67,68	58,19	72,51
Indosat Tbk	18,43	50,87	51,18	52,78	43,31
Rata-rata	57,63	67,75	64,55	64,83	63,69

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

Lihat Tabel 1.2 dan Tabel 1.4 di atas, perusahaan PMDN berukuran besar seperti PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk, PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk, PT Gajah Tunggal

Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, dan PT Indocement Tunggal Perkasa Tbk, dengan nilai rata-rata *size* > 30% memiliki tingkat *leverage* yang tinggi (*size* berkorelasi positif dengan tingkat *leverage*; $r = 0,22$). Fenomena ini tidak konsisten dengan studi Kwok & Reeb (2000), yang menunjukkan *size* berkorelasi negatif dengan *leverage* jangka panjang. Namun, studi yang dilakukan oleh Henny Sulistianingsih (2001) menunjukkan *size* berkorelasi negatif dengan *leverage* jangka pendek, namun berkorelasi positif dengan *leverage* jangka panjang.

Hubungan profitabilitas dengan *leverage* perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia menunjukkan fenomena bahwa perusahaan PMA yang memiliki rata-rata profitabilitas (8,90%) yang jauh lebih tinggi daripada rata-rata profitabilitas PMDN (5,70%), menggunakan hutang lebih rendah.

TABEL 1.5
PROFITABILITAS PERUSAHAAN PMA

Nama Perusahaan PMA	Profitabilitas (%)				
	2000	2001	2002	2003	Rata-rata
International Nickel Indonesia Tbk	6,18	0,75	2,49	8,05	4,37
Asahimas Flat Glass Tbk	-1,39	7,67	13,74	12,03	8,01
Unggul Indah Cahaya Tbk	6,49	4,17	4,35	2,78	4,45
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	6,42	5,76	6,42	-0,87	4,43
Astra International Tbk	-0,87	3,17	13,89	16,13	8,08
Indorama Syntetics Tbk	3,48	-6,43	0,69	0,90	-0,34
Unilever Indonesia Tbk	36,08	33,07	31,64	37,96	34,69
Multipolar Tbk	8,39	9,78	11,33	0,69	7,55
Rata-rata	8,10	7,24	10,57	9,71	8,90

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

Lihat Tabel 1.3 dan Tabel 1.5, perusahaan PMA yang memiliki rata-rata profitabilitas tinggi, cenderung menggunakan hutang lebih rendah ($r = -0,3805$). Indikasi yang sama ditunjukkan oleh perusahaan PMDN, bahwa semakin *profitable* perusahaan PMDN akan semakin rendah *leverage* ($r = -0,5329$). Hubungan ini terlihat dari Tabel 1.4

dan Tabel 1.6, dimana PT HM Sampoerna Tbk, PT Indosat Tbk, PT Kalbe Farma, dan PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk, yang memiliki rata-rata profitabilitas tinggi dengan rata-rata tingkat *leverage* rendah ($r = -0,7962$). Fenomena perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia ini konsisten dengan teori *pecking order*, bahwa semakin *profitable* suatu perusahaan akan semakin rendah tingkat *leveragenya*. Lebih jauh, Vera *et al* (2005) menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas, semakin lebar perbedaan rasio hutang atas aktiva perusahaan multinasional dan domestik.

TABEL 1.6
PROFITABILITAS PERUSAHAAN PMDN

Nama Perusahaan PMDN	Profitabilitas (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
Astra Agro Lestari Tbk	6,17	2,56	8,79	9,87	6,85
Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	-6,97	-3,25	-4,81	-5,25	-5,07
Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	7,53	-0,53	9,08	6,61	5,67
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	-16,64	-2,33	-2,23	-1,43	-5,66
Gajah Tunggal Tbk	-10,27	-8,16	30,60	6,93	4,78
Indomobil Sukses International Tbk	8,58	-1,99	42,16	2,23	12,75
Indofood Sukses Makmur Tbk	5,15	5,75	5,26	3,94	5,03
HM Sampoerna Tbk	11,89	10,08	17,02	13,80	13,20
Kalbe Farma Tbk	-1,61	0,17	13,24	13,19	6,25
Indosat Tbk	25,02	6,50	15,28	6,00	13,20
Rata-rata	2,89	0,88	13,44	5,59	5,70

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

Sementara itu, perbedaan tingkat *leverage* PMA dengan PMDN yang timbul karena konflik keagenan juga menjadi fenomena tersendiri yang ikut memberi warna pada penentuan struktur modal perusahaan PMA dan PMDN di pasar modal Indonesia. Tabel 1.7 dan Tabel 1.8 menunjukkan rata-rata biaya keagenan PMA (12,79%) lebih besar dibandingkan rata-rata biaya keagenan PMDN (9,65%). Fenomena ini menunjukkan bahwa PMA yang memiliki rata-rata ukuran perusahaan lebih rendah daripada rata-rata ukuran perusahaan PMDN (*lihat* Tabel 1.1 dan Tabel 1.2), memiliki konflik keagenan lebih besar dibanding PMDN (*lihat* Tabel 1.7 dan Tabel 1.8). Namun, hasil pengujian hipotesis statistik yang dilakukan Vera *et al* (2005) pada sampel sebanyak 40 perusahaan

PMA dan PMDN, dikonfirmasi *tidak* cukup bukti menunjukkan ada perbedaan biaya keagenan perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia.

TABEL 1.7
BIAYA KEAGENAN PERUSAHAAN PMA

Nama Perusahaan PMA	Biaya Keagenan (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
International Nickel Indonesia Tbk	2,86	3,39	1,80	10,68	4,69
Asahimas Flat Glass Tbk	11,54	18,18	9,18	4,13	10,76
Unggul Indah Cahaya Tbk	2,98	3,35	5,85	18,57	7,69
Charoen Pokphand Indonesia Tbk	34,92	20,97	14,39	10,75	20,26
Astra International Tbk	26,61	20,69	25,84	17,03	22,54
Indorama Syntetics Tbk	0,99	0,56	0,94	0,90	0,85
Unilever Indonesia Tbk	0,95	49,13	51,88	37,10	34,77
Multipolar Tbk	0,67	0,11	0,90	1,40	0,77
Rata-rata	10,19	14,55	13,85	12,57	12,79

Sumber : Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

TABEL 1.8
BIAYA KEAGENAN PERUSAHAAN PMDN

Nama Perusahaan PMDN	Biaya Keagenan (%)				Rata-rata
	2000	2001	2002	2003	
Astra Agro Lestari Tbk	5,55	2,33	10,46	13,77	8,03
Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	0,07	0,39	0,49	0,02	0,24
Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	3,48	2,29	2,34	2,68	2,70
Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	0,17	0,59	1,13	0,40	0,57
Gajah Tunggal Tbk	6,21	5,30	2,79	2,83	4,28
Indomobil Sukses International Tbk	12,65	9,63	12,53	8,94	10,94
Indofood Sukses Makmur Tbk	12,65	6,92	10,07	10,54	10,04
HM Sampoerna Tbk	11,53	10,91	12,03	19,20	13,42
Kalbe Farma Tbk	11,47	13,14	22,75	24,16	17,88
Indosat Tbk	38,65	39,39	16,48	19,19	28,43
Rata-rata	10,24	9,09	9,11	10,17	9,65

Sumber: Vera *et al* (2005) & data ICMD tahun 2003/2004 yang diolah kembali.

Tabel 1.3, Tabel 1.4, Tabel 1.7 dan Tabel 1.8 di atas memperlihatkan bahwa perusahaan PMA di Indonesia kemungkinan tidak memilih instrumen hutang untuk menyelesaikan konflik keagenannya. Kecenderungan ini ditunjukkan oleh korelasi positif tingkat *leverage* dengan biaya keagenan ($r = 0.1186$). Perusahaan PMA yang memiliki biaya keagenan di atas 20%, seperti PT.Charoen Pokphand Indonesia Tbk, dan PT. Astra

Internasional Tbk, memiliki rata-rata tingkat *leverage* yang tinggi dengan rata-rata biaya keagenan tinggi. Namun, fenomena sebaliknya ditunjukkan oleh kecenderungan PMDN yang mungkin memilih instrumen hutang untuk mereduksi konflik keagenannya. Kemungkinan ini ditunjukkan oleh tingkat *leverage* berkorelasi negatif dengan biaya keagenan ($r = -0,5983$).

Tabel 1.9 dan Tabel 1.10, memperlihatkan kepemilikan saham PMA oleh pihak institusional (20,20%) lebih tinggi daripada kepemilikan institusional PMDN (6,9%). Fenomena ini menunjukkan PMA membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan PMDN (*baca: institutional ownership* berkorelasi negatif dengan pembayaran dividen). Pemegang saham institusional PMA memiliki insentif yang tinggi untuk mengendalikan pihak manajemen, melakukan penekanan kepada manajer untuk mengelola laba ditahan ke dalam investasi-investasi yang produktif (*lihat* PT Indorama Syntetics Tbk, PT Asahimas Flat Glass Tbk, dan PT Medco Energi Internasional Tbk, yang memiliki *institutional ownership* diatas 30%).

TABEL 1.9
KLASIFIKASI PERUSAHAAN PMA BERDASARKAN *SHAREHOLDERS*

Nama Perusahaan PMA	Publik (%)	Konsentrasi Kepemilikan (%)	Institusional (%)
PT International Nickel Ind Tbk	17,93	60,80	21,27
PT Asahimas Flat Glass Tbk	15,10	43,76	41,14
PT Unggul Indah CahayaTbk	26,62	46,65	26,73
PT Charoen Pokhpand Indonesia Tbk	21,71	55,34	22,95
PT Astra International Tbk	52,36	47,55	0,09
PT Indorama Syntetics Tbk	12,87	37,82	49,31
PT Unilever Indonesia Tbk	15,01	84,99	-
PT Multipolar Tbk	49,87	50,13	-
PT Medco Energi Internasional Tbk	14,13	52,84	33,03
PT Multi Bintang Indonesia Tbk	16,63	75,94	7,43
Rata-Rata	24,22 %	55,58 %	20,20 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory* 2005 yang diolah kembali

TABEL 1.10
 KLASIFIKASI PERUSAHAAN DOMESTIK BERDASARKAN *SHAREHOLDERS*

Nama Perusahaan Domestik	Publik (%)	Konsentrasi Kepemilikan (%)	Institusional (%)
PT Astra Agro Lestari Tbk	20,06	79,94	-
PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	39,05	52,46	8,49
PT Indocement TunggalPrakarsaTbk	21,83	65,14	13,03
PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	36,65	63,35	-
PT Gajah Tunggal Tbk	29,72	60,11	10,17
PT Indomobil Sukses International Tbk	3,92	93,10	2,98
PT Indofood Sukses Makmur Tbk	48,47	51,53	-
PT HM Sampoerna Tbk	53,25	32,41	14,34
PT Kalbe Farma Tbk	42,10	52,60	5,30
PT Indosat Tbk	44,23	41,08	14,69
Rata-Rata	33,93 %	59,17 %	6,9 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory* 2005 yang diolah kembali

Proporsi kepemilikan publik atas saham perusahaan PMDN (33,93%) lebih tinggi dibandingkan kepemilikan publik atas saham perusahaan PMA (24,22%). Fenomena ini mengindikasikan PMDN sangat potensial terjadinya konflik keagenan diantara pemegang saham mayoritas dengan minoritas, dibanding PMA. Namun, dilihat dari hubungan biaya keagenan dengan konsentrasi kepemilikan (*lihat* Tabel 1.7, Tabel 1.8, Tabel 1.9, dan Tabel 1.10), bahwa PMDN yang memiliki konsentrasi kepemilikan (59,17%) lebih tinggi dari konsentrasi kepemilikan PMA (55,58%), justru memiliki biaya keagenan (9,65%) lebih rendah daripada biaya keagenan PMA (12,79%). Fenomena ini **tidak** konsisten dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin tersebar kepemilikan saham semakin meningkatkan biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Mollah, 2000).

Berdasarkan alokasi sumber pendanaan seperti terlihat pada Tabel 1.11, perusahaan PMDN dalam memperbaiki struktur modalnya mengarah pada teori *pecking order* dan meningkatkan penerbitan saham. Komposisi rasio hutang dengan modal sendiri perusahaan PMDN sekitar 60 banding 40. Kenaikan *retained earning* dari 11,60% pada

tahun 2002 ke 14,10% pada tahun 2004, diikuti dengan penurunan tingkat *leverage* dari 64,55 % ke 56,95%, namun penerbitan saham meningkat dari 23,85% ke 28,95%.

TABEL 1.11
ALOKASI SUMBER PENDANAAN PERUSAHAAN PMDN *)

TAHUN	RETAINED EARNING	LEVERAGE	PENERBITAN SAHAM	TOTAL ASSET
2002	11,60 %	64,55 %	23,85 %	129.228.032
2003	11,47 %	64,83 %	23,70 %	129.620.518
2004	14,10 %	56,95 %	28,95 %	136.206.833
Rata-rata	12,39 %	62,11 %	25,50 %	100 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory 2005* yang diolah kembali.

Catatan: *) Dihitung berdasarkan 10 sampel perusahaan PMDN sektor manufaktur berkapitalisasi besar yang tercatat di BEJ.

Retained earning yang tinggi kemungkinan dipakai untuk membayar dividen, melunasi hutang, dan membiayai emisi saham. Namun, pada perusahaan PMDN yang membayar dividen rendah fenomena *free cash flow hypothesis* mungkin terjadi bila *retained earning* yang tinggi dikelola ke dalam proyek-proyek investasi yang tidak produktif (*over-investment*). Dilain pihak potensi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditur, dan antara pemegang saham dengan kreditur, akan muncul pada perusahaan PMDN yang meningkatkan penerbitan saham namun membayarkan dividen rendah. Fenomena ini seperti dijelaskan oleh teori keagenan menunjuk pada prinsip *net residual dividend*; *retained earning* selain dipakai untuk melunasi hutang, *retained earning* juga dikelola untuk memperoleh *capital gain*. Namun, potensi konflik keagenan karena *excess cash flow* ini akan rendah bila perusahaan PMDN meningkatkan pembayaran dividen dan menciptakan hutang untuk membiayai proyek-proyek investasinya (*the equity holders' risk shifting incentives*).

TABEL 1.12
ALOKASI SUMBER PENDANAAN PERUSAHAAN PMA*)

TAHUN	RETAINED EARNING	LEVERAGE	PENERBITAN SAHAM	TOTAL ASSET
2002	23,22 %	49,79 %	26,99 %	63.922.545
2003	29,48 %	48,52 %	22,00 %	68.149.883
2004	31,52 %	50,44 %	18,04 %	91.640.455
Rata-rata	28,07 %	49,58 %	22,35 %	100 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory 2005* yang diolah kembali.

Catatan: *) Dihitung berdasarkan 10 sampel perusahaan PMA sektor manufaktur berkapitalisasi besar yang tercatat di BEJ.

Dalam memperbaiki struktur modal dinamisnya perusahaan PMA mengarah pada *trade-off theory*, dengan mempertahankan target struktur modal optimalnya dan mengurangi penerbitan saham (*lihat* Tabel 1.12, *debt-equity ratio* sekitar 50 banding 50). Kenaikan *retained earning* dari 23,22% pada tahun 2002 ke 31,52% pada tahun 2004, diikuti dengan penurunan penerbitan saham dari 26,99% ke 18,04%, sementara *leverage* relatif konstan. Fenomena *trade off theory* kemungkinan terlihat pada perusahaan PMA yang membayarkan dividen tinggi dan membatasi kepemilikan saham dari pihak luar (*outsider blockholders*). *Retained earning* yang tinggi dipakai untuk meningkatkan pembayaran dividen, sementara investasi perusahaan tetap dibiayai dari hutang. Kemungkinan lain adalah fenomena pihak manajemen yang memiliki saham perusahaan PMA melakukan *moral hazard* melalui RUPS atas persetujuan pemegang saham mengumumkan pembayaran dividen yang tinggi sekaligus *repurchase of stocks*, sementara hutang dipertahankan untuk menekan konflik keagenan. *Free cash flow hypothesis* akan berlaku pada perusahaan PMA yang membayar dividen rendah; hutang dipertahankan atau ditambah dalam upaya mendisiplinkan pihak pengelola. Namun, pada perusahaan PMA yang meningkatkan penerbitan saham dan membayar dividen rendah,

fenomena *trade-off theory* berlaku. *Retained earning* dikelola selain untuk membiayai proyek investasi, juga dipakai untuk memperoleh *capital gain*.

Fenomena alokasi sumber pendanaan diatas menunjukkan bahwa perusahaan PMA lebih menggunakan instrumen hutang sebagai substitusi pembayaran dividen untuk menekan konflik keagenan atau *monitoring costs* dalam upaya mendisiplinkan pihak pengelola, sementara perusahaan PMDN meningkatkan pembayaran dividen untuk menekan konflik keagenan yang terjadi karena *free cash flow*⁸.

Fenomena-fenomena yang ditunjukkan oleh Tabel-Tabel di atas, memperlihatkan ada kontradiksi teoritis dan empiris di seputar struktur modal perusahaan PMA dan PMDN yang *go public* di pasar modal Indonesia, sekaligus memperlihatkan tingginya potensi konflik keagenan diantara pengelola-pemegang saham, pengelola-kreditur, dan pemegang saham dengan kreditur. Fenomena ini sekaligus menjadikan kajian tentang perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik di Indonesia dalam upaya mengoptimalkan struktur modalnya, menjadi menarik untuk diteliti.

1.3 Theory Gap

Ada dua kerangka teori yang mendasari keputusan sumber pendanaan yaitu teori statis (*balancing/trade-off theory*) dan *pecking order theory*. Keputusan pendanaan dengan teori statis adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal, yaitu struktur modal dengan menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan. Myers (1984) menjelaskan bahwa tujuan dari teori statis adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan

⁸ Aliran kas bersih yang tidak diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang menguntungkan, atau jumlah kas yang tersedia untuk dibagikan kepada semua investor setelah pembayaran pajak dan kebutuhan-kebutuhan investasi bersih.

menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah. Penelitian yang konsisten dengan teori statis ditunjukkan oleh studi empiris Panno (2003) bahwa perusahaan yang pasar keuangannya berkembang baik cenderung melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya, sementara perusahaan yang pasar keuangannya kurang efisien lebih memilih prioritas penerbitan ekuitas ketimbang mengejar rasio *leverage* optimal.

Sedangkan *pecking order theory* menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan preferensi pendanaan yang memiliki risiko terkecil, yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil yang konsisten dengan *pecking order theory* membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan laba (Titman & Wessels, 1988; Baskin, 1989; Voulgaris *et al*, 2002; Pao & Chih, 2005; Tong & Green, 2005; Chen & Strange, 2006). Perusahaan yang mampu menghasilkan laba, lebih memilih penggunaan dana internal.

Pengaruh informasi asimetris, mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984 dan Baskin, 1989; Pawlina & Renneboog, 2005). Hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* ditunjukkan oleh Francis Cai & Arvin Ghosh (2003), yang menyimpulkan bahwa suatu perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian struktur modal optimal ketika tingkat hutang perusahaan diatas rata-rata tingkat hutang industrinya, sebaliknya perusahaan yang memiliki rata-rata tingkat hutang di bawah tingkat rata-rata hutang industrinya tidak mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya, dengan demikian *pecking order theory* valid.

Smith & Watt (1992), Gaver & Gaver (1993), dan Deshmukh (2005) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar (*less*

asymmetric information) dan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi, membayar dividen lebih tinggi. Pembayaran dividen yang tinggi pada periode yang lalu akan mendorong penggunaan hutang periode saat ini tinggi. Sebaliknya, semakin *profitable* suatu perusahaan semakin besar bagian laba ditahan (*retained earning*) dipergunakan untuk melunasi hutang perusahaan, sehingga dividen residual yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Dengan demikian, menurut *pecking order theory* ada korelasi positif antara dividen dengan rasio hutang (Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005). Sementara studi Jensen (1986), serta Crutchley & Hansen (1989) yang dikenal dengan *agency cost theory*, memperlihatkan pendapat berbeda dengan *pecking order theory*, bahwa dividen berkorelasi negatif dengan rasio hutang atas aktiva.

Berdasarkan perbedaan dari kedua kerangka teori ini, dapatlah diperkirakan *leverage* PMA belum tentu berbeda dengan *leverage* PMDN, karena tergantung pada kecenderungan pijakan teori yang dianut. Konsistensi hasil tes empiris dengan teori statis “*borrow as much as you can get*” akan menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang memiliki peluang investasi dan tingkat profitabilitas lebih tinggi dari pada PMDN akan memilih hutang sebagai prioritas struktur modalnya (*leverage* PMA lebih tinggi daripada PMDN) ketika EBIT perusahaan PMA di atas EBIT industrinya, *vice-versa*. Sebaliknya, konsistensi tes empiris dengan teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang memiliki profitabilitas lebih tinggi dari pada PMDN akan memprioritaskan pendanaan internal sebagai sumber pendanaan (*don't spread your earning but spread your risk*), sehingga *leverage* PMA lebih rendah dari pada PMDN.

TABEL 1.13
GAP TEORI & ISU TEORI

<i>Theory Gap</i>	Isu/Teori	Pandangan
<p>Gap 1:</p> <p>Terdapat perbedaan pandangan terhadap pengaruh/hubungan profitabilitas pada <i>leverage</i>.</p>	<p>Isu: Hubungan profitabilitas dengan <i>leverage</i>.</p> <p><i>Trade-Off Theory</i> (Myers, 1984; Jensen, 1986; Panno, 2003)</p> <p><i>Pecking Order Theory</i> (Myers, 1984; Baskin, 1989; Rajan & Zingales, 1995; Tong & Green, 2005; Chen & Strange, 2006)</p>	<p>Profitabilitas berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i>.</p> <p>Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>.</p>
<p>Gap 2:</p> <p>Terdapat perbedaan pandangan terhadap hubungan pembayaran dividen dengan <i>leverage</i>.</p>	<p>Isu: Hubungan kebijakan dividen dengan <i>leverage</i></p> <p><i>Pecking Order Theory</i> (Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005; Deshmukh, 2005)</p> <p><i>Agency Cost Theory</i> (Crutchley & Hansen, 1989; Jensen 1986).</p>	<p>Dividen berkorelasi positif dengan <i>leverage</i>.</p> <p>Dividen berkorelasi negatif dengan <i>leverage</i>.</p>

1.4 Research Gap

Beberapa uraian di atas menunjukkan masih belum jelasnya faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal. Beberapa perbedaan pendapat atau hasil temuan sebagai *research gap* pada studi ini dapatlah dipaparkan sebagai berikut :

1.4.1 Hubungan biaya kebangkrutan, kepemilikan saham dan kebijakan dividen dengan struktur modal.

Studi empiris Panno (2003), Ju (2005), dan Akhtar (2005) menunjukkan bahwa biaya kebangkrutan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Biaya kebangkrutan tinggi mendorong perusahaan untuk mengurangi rasio hutangnya. Namun Pao & Chih

(2005), Gaud *et al* (2005), Strebulaev (2003), Bhaduri (2002) menemukan hasil yang berbeda bahwa biaya kebangkrutan tidak berpengaruh terhadap rasio hutang.

Sementara penelitian mengenai hubungan pembayaran dividen dengan struktur modal, ditunjukkan oleh Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Masulis (1983), Jensen *et al* (1992), Moh'd *et al* (1998), Mollah (2000), Mao (2003), Ojah & Manrique (2005), Pawlina & Renneboog (2005), serta Chen & Strange (2006), dimana masalah keagenan dapat dikurangi melalui pembayaran dividen dan penambahan hutang. Temuan mereka menunjukkan bukti bahwa pembayaran dividen memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Ketika skala investasi perusahaan yang menghadapi persoalan *under-investment* meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang, maka untuk meningkatkan kekayaannya dan menghindar risiko, pemegang saham melakukan substitusi aktiva dengan cara mengurangi pembayaran dividen atas *retained earning* yang tersedia (*risk shifting incentive*). Inversinya, ketika perusahaan menghadapi kondisi *over-investment* karena *free cash flow*, maka untuk mendisiplinkan manajer atas *own investment* berlebih ini, pemegang saham menuntut pembayaran dividen yang tinggi atas *retained earning* yang tersedia disamping digunakan untuk melunasi hutang-hutang perusahaan. Ini berarti untuk mereduksi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham ketika muncul persoalan *free cash flow*, dapat dilakukan substitusi aktiva (*to shift risk*) melalui peningkatan (pengurangan) pembayaran dividen dengan pelunasan (penambahan) hutang. Temuan mereka konsisten dengan hasil penelitian Jensen *et al* (1992), yang menyatakan pembayaran dividen muncul sebagai substitusi hutang di dalam struktur modal.

Dilain pihak, Bhaduri (2002), Tong & Green (2005), dan Deshmukh (2005) menemukan hasil bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang.

Pembayaran dividen yang besar pada periode lampau akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa datang, dan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio hutang yang tinggi.

Sementara penelitian mengenai hubungan kepemilikan saham dengan rasio hutang, Kim & Sorensen (1986), Baskin (1989), Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), Agrawal & Knoeber (1996), Adedeji (1998), Tong & Green (2005), Pawlina & Renneboog (2005), serta Chen *et al* (2006) menemukan hasil bahwa kepemilikan saham memiliki hubungan positif dengan rasio hutang. Mereka menunjukkan bukti bahwa konsentrasi kepemilikan saham oleh pihak manajemen dan pihak institusional cenderung mendorong reinvestasi atas laba yang diperoleh, ketimbang membagikan dividen. *Risk shifting incentive* oleh pemegang saham terjadi ketika *retained earning* yang dialokasikan tidak cukup untuk membiayai investasi perusahaan, sehingga pembiayaan investasi diperoleh melalui penambahan hutang dan pengurangan pembayaran dividen. Penambahan hutang juga digunakan untuk kebutuhan kas melakukan *shares repurchase*. Sedemikian rupa sehingga dapat menekan biaya keagenan, meningkatkan kekayaan dan pengendalian aktiva perusahaan oleh pemegang saham (Pawlina & Renneboog, 2005). Sebaliknya, kepemilikan saham publik yang atomistik cenderung mendorong pemegang saham menuntut *retained earning* digunakan untuk pembayaran dividen dan emisi saham ketimbang diinvestasikan kembali (Chen, Guo & Mande, 2006).

Namun, Vera *et al* (2005) dengan studi empiris di Indonesia menunjukkan arah hubungan yang tidak konsisten antara biaya keagenan dengan rasio hutang. Fenomena ini mendukung penelitian Panno (2003) dalam studinya tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal di pasar modal United Kingdom dan Italia, yang

menunjukkan arah hubungan yang tidak konsisten antara pembayaran dividen dengan komposisi kepemilikan aktiva dan penerbitan ekuitas.

Beberapa temuan di atas menunjukkan bahwa risiko kebangkrutan atau informasi asimetris, struktur kepemilikan ekuitas, dan kebijakan dividen merupakan hal penting bagi determinan struktur modal. Studi ini untuk memperjelas bagaimana kebijakan dividen menjembatani hubungan biaya keagenan dan informasi asimetris dengan rasio hutang dalam konteks pandangan teori keagenan, sehingga diperoleh struktur modal optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan melalui penekanan kinerja proses.

1.4.2 *Pecking Order Theory*: Rasio hutang MNC⁹ lebih rendah dibandingkan DC.

Konsistensi tes empiris dengan teori *pecking order* menunjukkan bahwa perusahaan MNC yang memiliki profitabilitas lebih tinggi daripada DC, diharapkan akan memprioritaskan pendanaan internal sebagai sumber pendanaannya, sehingga rasio hutang MNC lebih rendah dari pada DC (Allen & Shaked, 1986; Burgman, 1996; Kwok & Reeb; 2000). Namun, hasil studi Low & Chen (2004), Akhtar (2005), Kuo & Wang (2005), Supanvanij (2006) menemukan ketidakkonsistenan *pecking order theory* yang menunjukkan bahwa tingkat *leverage* MNC tidak berbeda dengan DC. Sementara, studi empiris Vera *et al* (2005) dan Chevalier *et al* (2006) di Indonesia walaupun menunjukkan rasio hutang MNC lebih rendah daripada DC, namun ketidakkonsistenan dengan *pecking order theory* terlihat baik pada perusahaan MNC maupun DC. Ada kecenderungan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki rasio hutang yang tinggi. Kontinum perbedaan ditangkap melalui kecenderungan semakin tinggi profitabilitas akan semakin lebar perbedaan rasio hutang atas aktiva perusahaan MNC dan DC.

⁹ MNC singkatan dari *multinational corporation* (perusahaan multinasional), sedangkan DC singkatan dari *domestic corporation* (perusahaan dalam negeri). Selanjutnya dalam studi ini, istilah MNC menunjuk pada perusahaan PMA di Indonesia yang merupakan *subsidiaries* dari *multinational parent companies* yang berada di luar negeri.

Berdasarkan uraian di atas masih terdapat ketidakjelasan teori yang dianut dalam menentukan keputusan struktur modal perusahaan. Studi ini dilakukan untuk memperoleh kejelasan hubungan antara profitabilitas dengan struktur modal dalam konteks teori *statis/trade-off* atau teori *pecking order*.

1.4.3 Hubungan ukuran perusahaan (*size*) dengan rasio hutang.

Cassar & Holmes (2003) menemukan bahwa struktur modal antara perusahaan kecil dan menengah tidak berbeda, demikian juga *size* tidak berpengaruh terhadap *leverage*. Sedangkan beberapa peneliti seperti Ozkan (2001), Mao (2003), Low & Chen (2004), Gaud *et al* (2005), Ojah & Manrique (2005), Akhtar (2005), Pao & Chih (2005), Supanvanij (2006), Chen & Strange (2006), Sayilgan *et al* (2006) menemukan hasil yang berbeda dengan menunjukkan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap *leverage*. Namun, Kwok & Reeb (2000) menunjukkan *size* berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Penelitian Henny Sulistianingsih (2001), Vera *et al* (2005) dan Chevalier *et al* (2006) di Indonesia menunjukkan *size* berpengaruh negatif terhadap *leverage* jangka pendek, namun pada *leverage* jangka panjang *size* berpengaruh positif.

Temuan di atas masih memperlihatkan adanya kontradiksi hasil tes empiris antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang atas aktiva. Studi ini untuk memperjelas pengaruh ukuran perusahaan pada perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan PMDN dalam konteks teori kontingensi, seperti *size* yang dipandang sebagai proksi *less asymmetric information* bagi perusahaan-perusahaan besar (Deshmukh, 2005), sebagai peluang pertumbuhan investasi (Panno, 2003; Pao & Chih, 2005; Verschueren & Deloof, 2005), dan *size* sebagai kemampuan untuk melakukan diversifikasi atau *collusive agreement* (Maksimovic, 1988; Lord & Farr, 2003; Miao, 2005; Saksonova, 2006).

Beberapa uraian di atas menunjukkan masih belum jelasnya faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal, sedemikian rupa sehingga tingkat *leverage* perusahaan multinasional berbeda dengan perusahaan domestik. Perbedaan pendapat dan hasil temuan diantara peneliti disajikan dalam tabel *research & fenomena gap* berikut ini :

TABEL 1.14
RESEARCH & FENOMENA GAP

Research & Fenomena Gap	Isu / Peneliti	Temuan
<p>Gap 1:</p> <p>Terdapat perbedaan pendapat terhadap pengaruh atau hubungan biaya/risiko kebangkrutan dan asimetri informasi atau biaya keagenan pada <i>leverage</i>.</p>	<p>Isu: <i>Pengaruh atau hubungan biaya kebangkrutan, struktur kepemilikan saham/kebijakan dividen pada leverage atau dengan struktur modal.</i></p> <p>Research:</p> <p>Ju (2005), Panno (2003), Akhtar (2005), Vera <i>et. al</i> (2005), Kraus & Litzenberger (1973).</p> <p>Pao & Chih (2005), Gaud <i>et al</i> (2005), Strebulaev (2003), Bhaduri (2002).</p> <p>Kim & Sorensen (1986), Agrawal & Knoeber (1996), Baskin (1989), Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), Tong & Green (2005), Pawlina & Renneboog (2005), Chen <i>et al</i> (2006).</p> <p>Rozeff (1982), Easterbrook (1984), Masulis (1983), Jensen <i>et al</i> (1992), Moh'd <i>et al</i> (1998), Mollah (2000), Mao (2003), Ojah & Manrique(2005), Deshmukh (2005).</p> <p>Fenomena:</p> <p>Vera <i>et al</i> (2005)</p>	<p>Biaya kebangkrutan berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>.</p> <p>Biaya kebangkrutan tidak berpengaruh terhadap <i>leverage</i>.</p> <p>Kepemilikan saham memiliki hubungan positif dengan <i>leverage</i>.</p> <p>Masalah informasi asimetris/ keagenan dapat dikurangi dengan pembayaran dividen/ konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan negatif dengan <i>leverage</i>.</p> <p>Di Indonesia, arah hubungan yang tidak konsisten antara biaya keagenan atau dividen dengan <i>leverage</i>.</p>

<p>Gap 2:</p> <p>Terdapat perbedaan temuan terhadap tingkat <i>leverage</i> perusahaan multina-sional dengan perusahaan domestik.</p>	<p>Isu: <i>Pecking Order Theory: tingkat leverage MNC lebih rendah dibandingkan DC.</i></p> <p>Research: Low & Chen (2004), Akhtar (2005), Kuo & Wang (2005), Supanvanij (2006).</p> <p>Allen & Shaked (1986), Lee & Kwok (1988), Burgman (1996), Kwok & Reeb (2000), Vera <i>et al</i> (2005).</p> <p>Fenomena: Vera <i>et al</i> (2005), Chevalier <i>et al</i> (2006).</p> <p>Isu: <i>Hubungan ukuran perusahaan dengan leverage.</i></p>	<p>Temuan</p> <p><i>Leverage</i> MNC tidak berbeda dengan DC (Tidak konsisten dengan <i>pecking order</i>).</p> <p><i>Leverage</i> MNC lebih rendah dibanding DC.</p> <p>Di Indonesia, <i>leverage</i> MNC berbeda dengan DC (Konsisten dengan <i>pecking order</i>). Semakin tinggi profitabilitas, semakin lebar perbedaan tingkat <i>leverage</i> perusahaan MNC dan DC.</p>
<p>Gap 3:</p> <p>Terdapat perbedaan temuan terhadap pengaruh ukuran perusahaan (<i>size</i>) pada <i>leverage</i>.</p>	<p>Research: Cassar & Holmes (2003).</p> <p>Ozkan (2001), Mao (2003), Low & Chen (2004), Gaud (2005), Ojah & Manrique (2005), Akhtar (2005), Pao & Chih (2005), Supanvanij (2006), Chen & Strange (2006), Sayilgan (2006).</p> <p>Kwok & Reeb (2000).</p> <p>Fenomena: Henny Sulistianingsih (2001), Vera <i>et al</i> (2005), Chevalier <i>et al</i> (2006).</p>	<p><i>Size</i> tidak berpengaruh nyata terhadap <i>leverage</i>.</p> <p><i>Size</i> berpengaruh positif terhadap <i>leverage</i>.</p> <p><i>Size</i> berpengaruh negatif pada <i>leverage</i> jangka panjang.</p> <p><i>Size</i> berpengaruh negatif pada <i>leverage</i> jangka pendek, namun pada <i>leverage</i> jangka panjang <i>size</i> berpengaruh positif. Ada kecenderungan di Indonesia, perusahaan DC besar menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan jangka panjang lebih besar dibanding MNC.</p>

Sumber : Beberapa peneliti dan dikembangkan untuk studi ini

1.5 Masalah Penelitian

Bertitik tolak dari gap masalah berupa adanya kontradiksi teoritis dan hasil penelitian empiris mengenai struktur modal, seperti yang telah dipaparkan dan disarikan dalam teori gap mengenai hubungan profitabilitas dengan rasio hutang, hubungan kebijakan dividen dengan rasio hutang, serta isu-isu *research gap* mengenai (1) hubungan biaya kebangkrutan, struktur kepemilikan saham dan kebijakan dividen dengan rasio hutang; (2) perbedaan temuan rasio hutang perusahaan multinasional lebih rendah dibandingkan rasio hutang perusahaan domestik; (3) hubungan *size* dengan rasio hutang; dan *fenomena gap* yang menunjukkan perusahaan besar cenderung menggunakan hutang lebih besar, ketidakkonsistenan *pecking order theory* di pasar modal Indonesia yang menunjukkan semakin tinggi profitabilitas, semakin lebar perbedaan rasio hutang atas aktiva. Oleh karena itu, permasalahan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini, adalah

bagaimana perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) di Indonesia, dilihat dari determinan struktur modal perusahaan berdasarkan perspektif teori dasar struktur modal, teori keagenan dan teori kontingensi dalam upaya mengoptimalkan struktur modal perusahaan?

1.6 Pertanyaan Penelitian

Beberapa pertanyaan penelitian yang diajukan untuk dikembangkan dalam studi ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah perbedaan antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN dalam menentukan sumber pendanaan dapat terlihat dari faktor-faktor determinan utama struktur modalnya?

2. Bagaimana perbedaan rasio hutang atas aktiva antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN berdasarkan perspektif teori keagenan?
3. Apakah perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dalam menentukan sumber pendanaannya dipengaruhi oleh struktur industri dari pasar produknya?
4. Apakah perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dalam menentukan struktur modalnya mengarah pada *pecking order theory* atau *trade-off theory*?

1.7 Orisinalitas

Studi ini dilakukan dengan berdasarkan pada bukti teoritis struktur pendanaan dan tes empiris pada perusahaan PMA dan perusahaan PMDN di Pasar Modal Indonesia yang dikembangkan dari kajian literatur untuk membangun suatu model teoritis dasar tentang pemilihan sumber pendanaan perusahaan jangka panjang berdasarkan pijakan beberapa teori antara lain teori kontingensi, dan teori keagenan.

Sesuai dengan topik yang akan diangkat pada penelitian ini maka dibahas mulai dari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan, bagaimana struktur modal perusahaan PMDN, bagaimana struktur modal perusahaan PMA dan terakhir menguji dan menganalisis perbedaan struktur modal optimal antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN ditinjau dari sudut pandang teori statis dan teori *pecking order* dalam bingkai perspektif teori keagenan dan teori kontingensi. Lebih lanjut, dalam penelitian ini dilakukan pengembangan model empiris dengan pendekatan model permukaan respon berderajat dua untuk melihat pengaruh interaksi dari variabel-variabel determinan utama struktur modal dari modifikasi dan pengembangan model konvensional Lee & Kwok (1988), Burgman (1996), Fama & French (2000), Baker & Wurgler (2002), Kwok & Rebb (2003), Low & Chen (2004), Kuo & Wang (2005), Vera *et al* (2005), Akhtar

(2005), Chevalier *et al* (2006) dan Supanvanij (2006), sekaligus model yang dikembangkan akan menjelaskan kondisi *leverage* optimal dan tes empiris validitas dukungan pada teori *trade off* atau teori *pecking order* dari perusahaan PMA dan PMDN yang *go public* di pasar modal Indonesia melalui pengujian fungsi peluang binomial, sehingga menjadikan penelitian ini orisinal dan berbeda dengan peneliti lainnya.

Terinspirasi dari hasil studi empiris yang dilakukan Panno (2003), dan Deshmukh (2005) yang menunjukkan kebijakan dividen dipengaruhi oleh informasi asimetris, penerbitan ekuitas dan kepemilikan manajerial, maka penelitian ini mengembangkan model empiris bauran struktur modal dengan mempertimbangkan pembayaran dividen sebagai variabel *intervening* yang menjembatani pengaruh biaya keagenan dan kebijakan investasi pada kebijakan hutang perusahaan, dalam konteks hubungan simultanitas yang tertuang dalam sebuah model sistem persamaan struktural struktur modal terintegrasi, yang membingkai rangkaian model-model: persamaan dividen, persamaan *leverage*, dan persamaan investasi korporasi.

Selanjutnya untuk menguji hipotesis-hipotesis perbedaan determinan struktur modal perusahaan PMA dan PMDN akan dilakukan uji beda rata-rata *univariate* dan *multivariate*, sedangkan untuk menguji perbedaan tingkat *leverage* perusahaan PMA dan PMDN akan dilakukan pengujian dengan analisis profil. Lebih jauh lagi, dengan memasukkan dan menguji keberadaan variabel organisasi industri (*Structure-Conduct-Performance Paradigm*) ke dalam model struktur modal, yang memoderasi hubungan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan, menjadikan penelitian ini semakin bermakna kompleksitas dan berbeda dari peneliti-peneliti struktur modal lainnya.

Hal-hal baru yang diketahui dari studi ini sekaligus membedakannya dengan studi-studi tentang struktur modal sebelumnya, antara lain:

1. Studi ini memodifikasi model-model konvensional penelitian terdahulu, dengan mendudukan dividen sebagai variabel *intervening* dalam model persamaan struktural struktur modal. Dividen dipandang sebagai sarana untuk menjembatani informasi asimetris antara manajer dan pemegang saham, pemegang saham dan kreditur, serta pengaruh investasi terhadap struktur modal.
2. Perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik pada penelitian-penelitian terdahulu hanya didasarkan pada analisis komparatif statis. Sementara studi ini selain menggunakan analisis komparatif statis juga menggunakan analisis komparatif dinamis, dengan model struktur modal dinamis.
3. Pengujian struktur modal optimal pada studi-studi sebelumnya hanya didasarkan pada perbandingan rata-rata rasio hutang atas aktiva dari masing-masing industri. Namun, pada studi ini pengujian struktur modal optimal didasarkan pada perbandingan tingkat *leverage* perusahaan terhadap tingkat *leverage* optimum masing-masing industri kedua status perusahaan (PMA dan PMDN).
4. Mengintegrasikan variabel organisasi industri ke dalam model struktur modal, dengan melihat efek moderasi konsentrasi industri, perilaku industri dan kinerja industri pada pengaruh investasi terhadap struktur modal, atau sebaliknya.
5. Uji validitas dukungan pada teori *pecking order* dan *trade-off*, dilakukan dengan pendekatan fungsi distribusi kepekatan peluang binomial, sementara penelitian-penelitian sebelumnya hanya berdasarkan pada pengujian arah koefisien regresi variabel determinan struktur modal dari model konvensional saja.

6. Studi ini menekankan pendekatan kinerja proses ketimbang kinerja output. Studi ini tidak menguji pengaruh langsung struktur modal optimal pada pemaksimalan nilai perusahaan. Namun, dengan membuat perimbangan optimal antara hutang dengan modal sendiri yang terungkap pada struktur modal perusahaan, maka nilai perusahaan dimaksimalkan pada kondisi tersebut. Kebijakan hutang sebagai bentuk peningkatan komitmen tidak otomatis merupakan pilihan terbaik sebagai tanggung jawab perusahaan pada pasar. Pilihan terbaik tersebut baru akan bermakna baik, ketika kebijakan hutang optimal dikaitkan dengan terciptanya hasil lebih di atas pengorbanannya yang akan berdampak positif terhadap pasar.

1.8 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk (1) *secara umum*, menganalisis dan mengevaluasi faktor-faktor determinan utama struktur modal perusahaan PMDN dan perusahaan PMA di Indonesia berdasarkan teori dasar struktur modal melalui bangunan model teoritis (konvensional, struktural, dan dinamis) yang diajukan, dan menganalisis perbedaan rasio hutang atas aktiva (*leverage*) kedua status perusahaan berdasarkan perspektif teori keagenan, dan menguji apakah penentuan sumber pendanaan kedua status perusahaan tersebut dipengaruhi atau dimoderasi oleh struktur industri dari pasar produknya (pandangan teori kontingensi), dan (2) *secara khusus*, mensintesis dan menguji secara empiris perbedaan rasio hutang antara perusahaan penanaman modal asing (PMA) dan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) di Indonesia, dalam upaya pengoptimalan struktur modal melalui pengimbangan manfaat dan pengorbanan dari sumber pendanaan eksternal berdasarkan teori *trade-off* dan *pecking order*.

1.9 Manfaat Penelitian

Manfaat Teoritis, secara teoritis studi ini memberikan kontribusi kepada ilmu manajemen keuangan, khususnya bagi riset-riset keuangan korporasi. Studi ini menekankan kinerja proses yang mengintegrasikan pandangan teori keagenan dan teori kontingensi melalui metode penelitian berbeda dengan riset-riset terdahulu, menjadikan studi ini sebagai referensi mengenai perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN di Indonesia atau di negara berkembang yang memiliki karakteristik serupa dengan yang terjadi di Indonesia. Di samping itu, dunia akademis dapat memahami bagaimana struktur modal optimal yang diperoleh melalui penekanan kinerja proses tersebut dapat memaksimumkan nilai perusahaan.

Manfaat Praktis, secara praktis studi ini memberikan pedoman bagi para manajer dalam mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Dengan mengetahui struktur modal optimal, diharapkan studi ini memberikan sumbangan bagi pihak kreditur sebagai pedoman untuk mengucurkan kredit, dan/atau bagi pihak investor (*shareholder* dan *bondholder*) sebagai bagian dari pedoman pemberdayaan investor (*sharing* informasi) untuk menempatkan penyertaan modalnya kepada perusahaan-perusahaan yang memiliki perimbangan hutang dan modal sendiri yang *favorable*. Demikian juga bagi Badan Penyelenggara dan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), diharapkan studi ini memberikan kontribusi pada koridor rambu-rambu etika bisnis yang dibutuhkan sebagai landasan hukum yang kokoh bagi pemberdayaan emiten atau perusahaan publik; PMA maupun PMDN yang menghimpun dana dari masyarakat dengan jalan menerbitkan surat berharga atau obligasi untuk pembiayaan investasinya,

baik berupa pinjaman maupun penyertaan modal. Koridor rambu-rambu etika bisnis yang dibutuhkan seperti perlindungan bagi pemodal, regulasi terhadap sistem dan prosedur *go public* serta aktivitas perdagangan di bursa, implementasi *good corporate governance*, penciptaan suasana “fair play trading”, pencegahan terjadinya informasi asimetris, *margin trading*, *short selling*, *profit taking* dan berbagai bentuk aktivitas pelanggaran lainnya. Sebagaimana pemerintah melalui Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 dan Peraturan Pemerintah Nomor 12 Tahun 2004 yang menyebutkan bahwa pasar modal memiliki peran strategis dalam pembangunan nasional sebagai salah satu sumber pembiayaan bagi dunia usaha dan wahana investasi bagi masyarakat, maka agar pasar modal dapat berkembang dibutuhkan landasan hukum yang menjamin kepastian hukum bagi pihak yang melakukan kegiatan penghimpunan dana serta melindungi kepentingan investor dari praktek yang merugikan. Dengan demikian aspek pengetahuan, aspek keterbukaan, aspek informasi dan keterampilan serta motif tentang pengimbangan hutang dengan modal sendiri merupakan bentuk peningkatan komitmen positif bagi pemberdayaan emiten/perusahaan. Kebijakan rasio hutang atas aktiva otomatis merupakan pilihan alternatif terbaik sebagai tanggung jawab perusahaan pada pasar. Pilihan alternatif tersebut baru akan bermakna baik, ketika kebijakan hutang dikaitkan dengan terciptanya hasil lebih di atas pengorbanannya yang *optimal*. Singkat kata, terciptanya struktur modal optimal akan berdampak positif terhadap pasar modal.

1.10 Lingkup Disertasi

Lingkup bahasan pada disertasi ini diorganisasikan ke dalam 6 (enam) bab, seperti yang diuraikan di bawah ini:

Bab I Pendahuluan: menjelaskan latar belakang masalah, fenomena bisnis, teori gap, *research gap*, masalah penelitian, pertanyaan penelitian, orisinalitas, tujuan penelitian dan manfaat penelitian.

Bab II Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Teoritis dan Empiris: memaparkan berbagai kajian literatur atau telaah pustaka yang digunakan untuk membangun model teoritis struktur modal, proposisi yang diusulkan, model empiris dan hipotesis-hipotesis yang akan diuji.

Bab III Metode Penelitian: menyajikan metodologi penelitian yang digunakan seperti desain penelitian, populasi dan sampel, definisi operasional dan pengukuran variabel, teknik pengumpulan data, teknik pengambilan sampel dan metode analisis data.

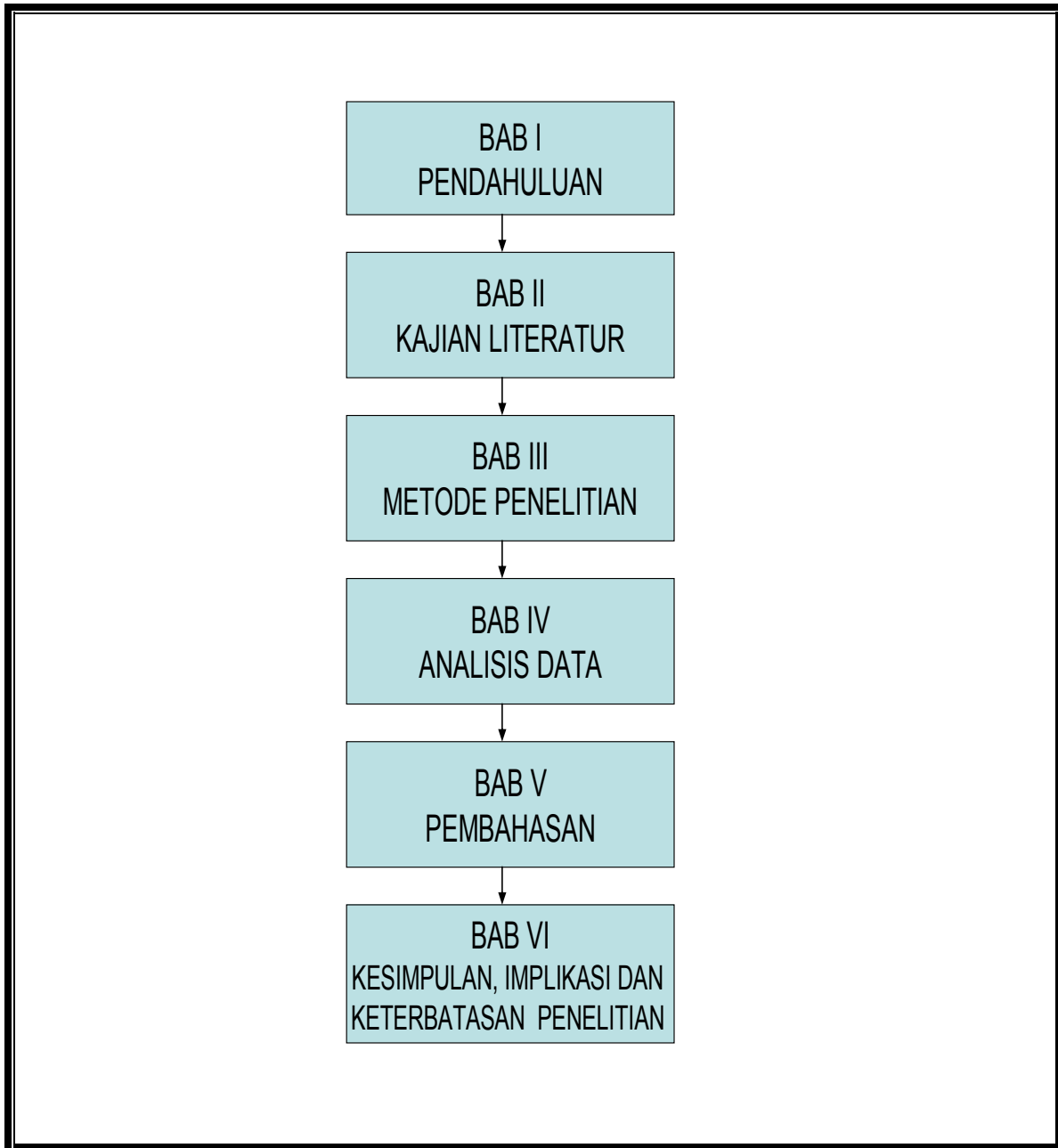
Bab IV Analisis Data: digunakan untuk menyajikan dan menjelaskan distribusi sampel penelitian, gambaran umum data penelitian, proses dan hasil pengolahan data, serta kesimpulan terhadap pengujian hipotesis penelitian masing-masing model empiris struktur modal.

Bab V Pembahasan Hasil Penelitian: menyajikan bahasan dan diskusi terhadap temuan pengujian hipotesis penelitian, serta hasil pengembangan model penelitian.

Bab VI Kesimpulan, Implikasi dan Keterbatasan Agenda Penelitian: menyajikan kesimpulan hipotesis, kesimpulan penelitian dan/atau permasalahan penelitian, implikasi teoritis, implikasi manajerial, keterbatasan penelitian dan agenda penelitian mendatang.

Lingkup bahasan pada disertasi yang diuraikan di atas digambarkan seperti yang diperagakan pada diagram alur gambar 1.1 berikut:

GAMBAR 1.1
LINGKUP DISERTASI



BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL TEORITIS DAN EMPIRIS

2.1 Rasionalitas Struktur Modal dalam Konteks Teori

Studi ini diarahkan untuk menjelaskan dan mengeksplorasi model yang menunjukkan bagaimana keputusan pendanaan difokuskan pada usaha optimal perusahaan, dalam rangka mendapatkan dana tambahan untuk mendukung kebijakan investasi, yang didasarkan pada landasan *contingency theory*, dan *agency theory*. Masalah utama dalam mengoptimalkan keputusan pendanaan adalah menetapkan struktur modal yang optimal, sebagai asumsi dasar dalam memutuskan berapa jumlah dana yang ditambahkan untuk mendukung kebijakan investasi dan operasi perusahaan, sehingga kinerja keuangan perusahaan dapat tumbuh sehat dalam kompleksitas lingkungan persaingan dengan risiko kebangkrutan kecil. Kesuksesan organisasi untuk mendapatkan dana internal atau eksternal tergantung pada integrasi faktor makro dan mikro sebagai variabel kontingensi¹⁰. Pandangan ini disebut dengan pendekatan kontingensi (Vonderembse & Jayaram, 2005). Pandangan kontingensi berusaha memahami berbagai saling hubungan di dalam dan di antara organisasi dengan lingkungannya (Kast & Rosenzweig, 2002). Argumentasi dari pandangan teori kontingensi ditujukan untuk memberikan landasan mengapa perusahaan membuat keputusan struktur modal dengan tindakan manajerial yang paling cocok untuk mengatasi kompleksitas persaingan dengan membangun kekuatan *financial leverage*.

¹⁰ Lihat Echols & Shadily, *contingency* = kemungkinan, hal yang kebetulan. Dalam konteks teori organisasi, kontingensi dibatasi sebagai keadaan atau transaksi-transaksi yang mungkin terjadi di masa yang akan datang karena 'tergantung' pada hal-hal yang tidak dapat diketahui di masa kini (lihat Sumadji *et al*).

Hubungan antara lingkungan industri¹¹ dan struktur modal dalam praktek bisnis dapat ditunjukkan dengan adanya perusahaan-perusahaan besar yang memiliki akses besar di pasar modal untuk memperoleh dana eksternal, dan keputusan *leveragenya* dapat mempengaruhi keputusan *leverage* dan keputusan investasi perusahaan kompetitor. Interaksi struktur modal dengan konsentrasi industri dapat memberikan pengaruh pada perubahan pengeluaran investasi perusahaan (Jensen, 1993; Kovenock & Phillips, 1997). Sebaliknya, perubahan pengeluaran investasi yang dipengaruhi oleh situasi permintaan dan persaingan, konsentrasi industri atau *monopoly power*, jenis industri, produktivitas dan utilisasi kapasitas akan mempengaruhi perubahan *leverage* perusahaan. (Ross, 1977; Sullivan, 1974; Kovenock & Phillips, 1997; Low & Chen, 2004; Akhtar, 2005; Kuo & Wang, 2005). Dengan karakteristik industri yang terkonsentrasi seperti ini perusahaan akan lebih mudah mengendalikan *product market behavior* dimana struktur modal menjadi variabel pilihan strategi yang mempengaruhi persaingan antar perusahaan dalam suatu industri (Kim & Lyn, 1986; Jensen, 1993; Kim *et al*, 2005).

Argumentasi kedua, dengan pendekatan *agency theory* (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003; Pawlina & Renneboog, 2005; Chen, Guo & Mande, 2006) menjelaskan bahwa sebagaimana perusahaan yang memerlukan dana tambahan untuk mendukung kebijakan investasinya sebagai organisasi yang dicirikan oleh perilaku individu atau kelompok yang diarahkan untuk mencapai sasaran, maka organisasi tidak terlepas dari persinggungan antar kepentingan individu atau kelompok. Oleh karena itu, komposisi struktur modal harus pula mempertimbangkan hubungan antara perusahaan, kreditur maupun pemegang saham, sehingga tidak terjadi konflik antara ketiga pihak tersebut

¹¹ Dalam pasar saham, istilah 'industri' menunjukkan kategori yang mencakup semua kelompok perusahaan, termasuk perusahaan yang memproduksi atau mendistribusikan barang dan jasa yang tidak digolongkan sebagai utilitas, pengangkutan, atau perusahaan keuangan.

yang disebut *agency problem*. Jensen (1986, 1993) berargumen bahwa mengurangi laba ditahan dan *free cash flow* dengan cara meningkatkan *substitusi asset*¹² seperti dividen dan komposisi kepemilikan saham manajerial, akan mendorong perusahaan menambah dana eksternal dari pasar modal untuk mengatasi atau meniadakan masalah keagenan.

2.2 Struktur Modal (*Capital Structure*)¹³

Pemilihan struktur keuangan merupakan masalah yang menyangkut komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan, yang berarti penentuan berapa banyak hutang (*leverage*) yang akan digunakan oleh perusahaan untuk mendanai aktivitya. Struktur pendanaan adalah pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham.

Bila semua dana untuk membiayai aktiva perusahaan berasal dari pemilik dalam bentuk saham biasa, perusahaan tidak terikat pada kewajiban tetap untuk membayar bunga atas hutang yang diperoleh dalam rangka pendanaan perusahaan. Bunga adalah biaya tetap keuangan yang harus dibayar dan ditambahkan pada biaya tetap operasi tanpa mempedulikan tingkat laba perusahaan. Jadi perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih berisiko daripada perusahaan tanpa hutang, karena selain mempunyai risiko bisnis, perusahaan yang menggunakan hutang juga mempunyai risiko keuangan.

Risiko bisnis mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan sebelum bunga dan pajak (EBIT). Risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan, yang tercermin dalam struktur aktivitya. Struktur biaya terutama *leverage* operasi perusahaan, sifat permintaan produk, persaingan antar industri, prospek

¹² Mao menyebutnya dengan istilah *the shareholders' incentives to shift risk* atau *assets substitution*.

¹³ *Capital structure* menurut Stephen A. Ross adalah "the mixture of debt and equity maintained by a firm".

pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan sebagainya mempengaruhi bentuk risiko bisnis. Sedangkan risiko keuangan mengacu pada variabilitas laba bersih (*net income*).

Menentukan kebijakan struktur modal harus melibatkan *trade off* antara risiko dan *return*. Penambahan hutang memperbesar volatilitas total arus kas atau risiko bisnis perusahaan, tetapi sekaligus juga memperbesar *ultimate returns* yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi karena memperbesar hutang cenderung menurunkan harga saham, akan tetapi meningkatnya *return* yang diharapkan karena menggunakan hutang secara optimal akan menaikkan harga saham. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengimbangkan risiko dan *return* sehingga memaksimumkan harga saham.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal, yaitu *pertama* adalah risiko bisnis perusahaan atau tingkat risiko yang terkandung pada aktiva perusahaan apabila tidak menggunakan hutang. Semakin besar risiko perusahaan semakin rendah risiko hutang optimalnya. *Kedua*, adalah posisi pajak perusahaan. Alasan utama untuk menggunakan hutang adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak, sehingga menurunkan biaya hutang yang sesungguhnya. Akan tetapi, jika sebagian besar dari pendapatan perusahaan telah terhindar dari pajak karena penyusutan yang dipercepat atau kompensasi kerugian, maka tarif pajak progresif akan rendah dan manfaat penggunaan hutang juga rendah. *Ketiga*, adalah fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang masuk akal dalam keadaan yang kurang menguntungkan. Penyediaan modal yang mantap sebagai faktor penentu keberhasilan jangka panjang diperlukan manajer pendanaan perusahaan untuk mendukung kestabilan operasinya. Para manajer pendanaan mengetahui bahwa dalam keadaan uang ketat apabila perusahaan menghadapi kesulitan operasi, maka

penyedia dana cenderung akan menanamkan uangnya pada perusahaan dengan posisi neraca yang bagus. Oleh karena itu kemungkinan tersedianya dana di masa yang akan datang dan konsekuensi kurangnya dana akan sangat berpengaruh pada struktur modal.

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan yang ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller, 1958). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Wijaya (2001) menjelaskan bahwa manajer harus mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih dalam melakukan pengambilan keputusan pendanaan. Masing-masing sumber dana memiliki konsekuensi dan ciri finansial yang berbeda. Pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik tercapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui substitusi aktiva seperti keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Kepemilikan saham ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemilik perusahaan (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003). Dengan demikian perimbangan kepemilikan saham (*equity holders' risk shifting*) dapat menciptakan kehati-hatian para *insider*¹⁴ dalam mengelola perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggung jawab pemilik utama, namun juga para *insider* ikut terbebani. Konsekuensinya para *insider* akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan. Namun pihak manajemen atau para *insider* sering mempunyai tujuan

¹⁴ Lihat Sumadji *et al*, *insider* = 'orang dalam', yakni orang-orang yang mempunyai akses terhadap informasi yang secara material berhubungan dengan nilai surat berharga perseroan dan informasi itu belum atau tidak diumumkan kepada publik. 'Orang dalam' yang dimaksud adalah pemegang saham, direksi atau pejabat perseroan yang memiliki proporsi signifikan dalam saham perseroan.

lain yang bertentangan dengan tujuan perusahaan, sehingga timbul konflik kepentingan antara para insider dan pemilik utama perusahaan yang akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Disamping biaya keagenan, keberadaan biaya kebangkrutan juga diyakini dapat memaksimalkan struktur modal. Biaya kebangkrutan yang diharapkan tergantung pada biaya kebangkrutan dan peluang terjadinya kebangkrutan.

Kraus & Litzenberger (1973) berpendapat bahwa adanya *trade-off* antara keuntungan pajak dari pendanaan hutang dengan biaya kebangkrutan yang diharapkan. Rasio hutang optimal dicapai ketika marjinal pajak pendapatan dari pendanaan hutang sama dengan marjinal biaya kebangkrutan yang diharapkan.

Disamping biaya keagenan dan biaya kebangkrutan, ada beberapa konsep lain yang disarankan untuk menjelaskan struktur modal optimal. Konsep-konsep tersebut adalah *non-debt tax shields* sebagai proksi manfaat hutang karena fasilitas penghematan pajak dan substitusi biaya bunga yang akan berkurang saat perhitungan pajak, dan NDTs berpengaruh negatif terhadap struktur modal (Kim & Sorensen, 1986; Wiwattanakantang, 1999; Ozkan, 2001; Sayilgan *et al*, 2006). Namun, Kwok & Reeb (2000), Mao (2003), Oliver & Twite (2004), dan Akhtar (2005) menyatakan NDTs berpengaruh positif terhadap struktur modal. Konsep mereka mendukung proposisi MM, manakala memasukkan unsur pajak, perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang.

Konsep biaya likuidasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mengkonversikan aktiva menjadi uang tunai atau kas. Dalam konteks struktur modal, konsep likuiditas ini mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang-

hutang jangka pendek yang jatuh tempo dengan kas yang tersedia. Studi Titman & Wessels (1988), Ozkan (2001), dan Panno (2003) menunjukkan bukti empiris bahwa rasio likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal. Implikasinya, semakin tersedia kas tunai semakin rendah rasio hutang.

Konsep ukuran perusahaan cukup banyak digunakan untuk mengungkapkan struktur modal (Homaifar *et al*, 1994; Bevan & Danbold, 2001; Bhaduri, 2002; Barney, 2002; Mao, 2003; Low & Chen, 2004; Akhtar, 2005; Supanvanij, 2006; Chen & Strange, 2006). Diungkapkan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas hutang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan kecil.

Konsep informasi asimetris dapat mengungkapkan hubungan perilaku manajer, pemegang saham dengan struktur modal (Grossman & Hart, 1982; Myers & Majluf, 1984; Ojah & Manrique 2005; Pawlina & Renneboog, 2005; Chen, Guo & Mande, 2006). Kehadiran informasi asimetris akan membatasi akses pendanaan dari luar. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih pendanaan internal dibanding pendanaan eksternal. Pada sisi lain, konsep informasi asimetris menegaskan bahwa rasio dividen atas laba bersih berpengaruh positif pada struktur modal. Bhaduri (2002), Tong & Green (2005) mengungkapkan bahwa pembayaran dividen memberi signal akan kebutuhan kas yang besar di masa datang, sehingga berpengaruh positif bagi struktur modal.

Keown (2005) mendefinisikan *leverage* keuangan adalah penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap (*a fixed rate of return*) dengan harapan memberikan keuntungan yang lebih besar dari pada biaya tetapnya sehingga akan meningkatkan *ultimate return* bagi pemegang saham. *Leverage* keuangan adalah penggunaan hutang

yang dapat digunakan untuk meningkatkan *return* pemegang saham tetapi dengan risiko meningkatnya kerugian pada masa-masa sulit. Lebih lanjut *leverage* dapat dikelompokkan sebagai *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating leverage* adalah sejauh mana efek perubahan volume penjualan pada perubahan EBIT yang dikur dengan *degree of operating leverage*. *Financial Leverage* adalah penggunaan dana dengan beban tetap dengan harapan dapat meningkatkan pendapatan per lembar saham (EPS). Hasil penelitian Kim (1982) yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan *financial leverage* yang rendah. Dengan *financial leverage* rendah perusahaan cenderung mengurangi risiko usahanya.

2.3 Pendekatan Kontingensi

Para ahli meneliti apakah teori Modigliani & Miller dapat diterapkan dalam lingkungan internasional selain dalam lingkungan domestik. Studi empiris tentang keuangan korporasi yang dikaitkan dengan faktor lingkungan international telah banyak dilakukan dua dekade terakhir ini. Faktor lingkungan internasional yang mempengaruhi adalah: risiko pergerakan nilai tukar, risiko politik (Kwok & Reeb, 2000; Akhtar, 2005; Kuo & Wang, 2005), perbedaan tingkat pajak (Sayilgan *et al*, 2006), dan struktur pasar atau pasar yang tidak sempurna (Kovenock & Phillips, 1997; Lord & Farr, 2003; Kuo & Wang, 2005; Kim & Lyn, 2005; Miao, 2005). Dalam studi empirisnya, Kovenock & Phillips (1997) menunjukkan bahwa variabel struktur pasar memungkinkan kita untuk melakukan pengujian hipotesis struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh persaingan diantara perusahaan-perusahaan yang ada di dalam suatu industri. Struktur pasar memiliki implikasi penting pada rasio hutang perusahaan. Hubungan rasio hutang dengan

investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Signifikansi dari utilisasi kapasitas, produktivitas, situasi permintaan dan penawaran industri, serta konsentrasi industri akan menyebabkan perubahan struktur modal jangka panjang (Kim & Lyn, 1986; Harris & Raviv, 1991; Lord & Farr, 2003; Akhtar, 2005).

Israel (1992) berargumen bahwa manajer yang memiliki kemampuan mengoperasikan aktiva perusahaan dengan baik akan menggunakan *leverage* yang rendah. Argumen ini konsisten dengan Titman & Wessels (1988) bahwa *leverage* berkorelasi negatif dengan profitabilitas perusahaan, dan perusahaan yang menghadapi persaingan yang tinggi cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi. Berdasarkan berbagai pendapat di atas dapatlah dipostulasikan kerangka teori bahwa struktur pasar atau konsentrasi industri dapat mempengaruhi struktur modal dan keputusan investasi perusahaan.

2.4 Proposisi dan Model Teoritis Dasar Struktur Modal

Studi ini mengajukan beberapa proposisi sebagai dasar untuk pengembangan model teoritis yang dibangun dari berbagai kajian literatur dengan menempatkan konsep-konsep penting yang terlibat untuk menjawab empat pertanyaan penelitian seperti yang telah diajukan untuk dikembangkan dalam studi ini. Literatur-literatur manajemen keuangan diantaranya Brealy & Myers (2000), Keown (2005) menyebutkan sumber pendanaan dapat diperoleh dari dalam maupun dari luar perusahaan. Sumber dana yang berasal dari sumber internal adalah laba ditahan dan depresiasi, sedangkan yang diperoleh dari sumber eksternal adalah dana yang berasal dari para kreditur, pemilik, dan pengambil bagian dalam perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari kredit merupakan hutang bagi perusahaan atau disebut metode pembelanjaan hutang (*debt financing*). Dana yang diperoleh dari para pemilik, dan pengambil bagian dalam

perusahaan merupakan modal sendiri perusahaan. Proporsi penggunaan modal sendiri dan hutang dalam memenuhi dana perusahaan disebut struktur modal perusahaan.

Sugeng Wahyudi (2005) menjelaskan perimbangan optimal antara hutang dengan modal sendiri yang terungkap pada teori struktur modal bertujuan memberikan landasan berpikir untuk mengetahui struktur modal yang optimal. Suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat risiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan maksimum. Dengan konsep biaya keagenan, Jensen & Meckling (1976) dan Mao (2003) berpendapat bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan, struktur modal optimal dapat diperoleh dengan mengimbangkan *the marginal agency cost of debt* ($\partial AC/\partial D$) dengan *the marginal agency cost of equity* ($\partial AC/\partial E$). Teorinya mengasumsikan bahwa biaya keagenan penggunaan hutang meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang. Mao (2003) mengungkapkan bahwa bertambahnya hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi pemegang saham untuk melakukan substitusi asset (*to shift risk*) atau mengurangi investasi (*to under-invest*) proyek-proyek dengan NPV positif. Kondisi ini potensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Meningkatkan penggunaan hutang yang direspon dengan *equity holders' risk-shifting incentives* akan menekan biaya agensi penggunaan hutang atau *under-investment problem* (Mao, 2003; Pawlina & Renneboog, 2005). Oleh karena itu untuk memperoleh rasio hutang atas modal sendiri optimal, disamping mengimbangkan $\partial AC/\partial D$ dengan $\partial AC/\partial E$, juga dapat diperoleh "by trading off the agency costs of debt against the benefit of debt"

Ada dua kerangka teori yang mendasari pemilihan sumber dana yaitu teori statis dan teori *pecking order*. Keputusan pendanaan dengan teori statis didasarkan pada struktur modal yang optimal, yaitu menyeimbangkan manfaat dari penghematan pajak atas

penggunaan hutang terhadap biaya kebangkrutan (Myers, 1984; Baskin, 1989). Teori statis ini memprediksi suatu hubungan variabilitas pendapatan atau volatilitas arus kas dengan penggunaan hutang. Tujuan dari teori statis ini adalah menyeimbangkan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah (Myers, 1984). Penelitian yang konsisten dengan teori statis ini ditunjukkan oleh Panno (2003) dalam studi empirisnya di United Kingdom (UK) dan Italia, dimana UK yang pasar keuangannya berkembang baik cenderung melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya, sementara Italia yang pasar keuangannya kurang efisien lebih memilih memprioritaskan penerbitan ekuitas ketimbang mengejar rasio *leverage* optimalnya.

Berdasarkan teori Modigliani & Miller (1958) dengan *the interest tax shield explanation* yang dikenal dengan teori MM, ditunjukkan bahwa semakin besar hutang yang digunakan semakin tinggi nilai perusahaan. Teori MM ini mengabaikan faktor biaya *agency*. Proposisi MM ini dapat dijelaskan melalui hubungan matematis berikut ini:

Anggap rasio hutang (D/A) merupakan fungsi dari manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang serta variabel determinan struktur modal lainnya, yakni:

$$D/A = f_d (TAXR; CD; Z) \dots\dots\dots \text{pers (1)}$$

dimana D/A adalah rasio hutang atas aktiva, TAXR adalah pajak yang dibayarkan, CD adalah biaya pengorbanan menggunakan hutang. Variabel Z adalah variabel determinan struktur modal lainnya. Dengan mengasumsikan variabel Z tidak berubah (*ceteris paribus*), dan tambahan manfaat hutang karena ada fasilitas penghematan pajak ($\Delta TAXR$) sama dengan tambahan pengorbanan menggunakan hutang (ΔCD), maka rasio

hutang atas aktiva (D/A) maksimum dapat diperoleh melalui pemaksimalan D/A dengan kendala $\Delta \text{TAXR} / \Delta \text{CD} = 1$, seperti penyelesaian *Lagrangian* berikut:

$$\mathbf{L} = \mathbf{f}_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) + \lambda (1 - \Delta \text{TAXR} / \Delta \text{CD}) \dots\dots\dots \text{pers (2)}$$

Syarat perlu \mathbf{L} kritis adalah $\partial \mathbf{L} / \partial \text{TAXR} = 0$ dan $\partial \mathbf{L} / \partial \text{CD} = 0$, diperoleh titik-titik kritis:

$$\partial \mathbf{L} / \partial \text{TAXR} = 0 \rightarrow \partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{TAXR} - \lambda [\partial^2 \text{TAXR} / (\partial \text{TAXR})(\partial \text{CD})] = 0$$

$$\text{Atau } \lambda = [\partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{TAXR}] / \partial^2 \text{TAXR} / (\partial \text{TAXR})(\partial \text{CD}) \dots\dots\dots \text{pers (3)}$$

$$\partial \mathbf{L} / \partial \text{CD} = 0 \rightarrow \partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{CD} - \lambda [\partial^2 \text{TAXR} / (\partial \text{CD})^2] = 0 \text{ atau}$$

$$\lambda = [\partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{CD}] / \partial^2 \text{TAXR} / (\partial \text{CD})^2 \dots\dots\dots \text{pers (4)}$$

dengan menyamakan dan menyederhanakan persamaan (3) dengan persamaan (4), diperoleh keseimbangan:

$$[\partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{TAXR}] / [\partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{CD}] = \partial \text{TAXR} / \partial \text{CD} \dots\dots \text{pers (5)}$$

karena $\partial \text{TAXR} / \partial \text{CD} = 1$, maka persamaaan (5) dapat disederhanakan sebagai:

$$\partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{TAXR} = \partial f_d(\text{TAXR}; \text{CD}; \mathbf{z}) / \partial \text{CD} \dots\dots\dots \text{pers (6)}$$

Dengan demikian, dari persamaan (6) ditunjukkan rasio hutang atas aktiva (D/A) optimal tercapai ketika marjinal pajak penghasilan sama dengan marjinal kerugian dari biaya kebangkrutan yang diharapkan. Dengan kata lain, pada *pasar modal sempurna dan ada corporate tax*, rasio hutang atas aktiva optimal diperoleh melalui keseimbangan marjinal manfaat penggunaan hutang dengan marjinal pengorbanan penggunaan hutang.

Sementara hubungan rasio hutang atas aktiva dengan nilai perusahaan pada proposisi MM dapat dijelaskan melalui hubungan matematis berikut ini:

Anggap *market value of the firm* (V) dinyatakan sebagai fungsi dari rasio hutang atas aktiva dan variabel lain karakteristik perusahaan,

$$\mathbf{V} = \mathbf{f}_v(\mathbf{D/A}; \mathbf{W}) \dots\dots\dots \text{pers (7)},$$

dimana W adalah variabel lain karakteristik perusahaan yang mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dengan mensubstitusikan persamaan (1) ke dalam persamaan (7), diperoleh bentuk hubungan matematis $V = f_v(\text{TAXR}, \text{CD}, \text{Z}, \text{W})$ pers (8)

Dengan membuat variabel W dan Z tidak berubah (*ceteris paribus*), maka agar nilai V maksimum haruslah $\Delta V = [\Delta f_v / \Delta \text{TAXR}](d\text{TAXR}) - [\Delta f_v / \Delta \text{CD}](d\text{CD})$ pers (9)

Untuk $\Delta V \rightarrow 0$, maka persamaan (9) dapat disederhanakan menjadi:

$$[\Delta f_v / \Delta \text{TAXR}] / [\Delta f_v / \Delta \text{CD}] = d\text{CD} / d\text{TAXR} \quad \text{pers (10)}$$

Kondisi nilai V maksimum pada persamaan (10) dicapai ketika rasio hutang atas aktiva perusahaan optimal ($d\text{CD}/d\text{TAXR} = 1$), sehingga diperoleh keseimbangan:

$$[\Delta f_v / \Delta \text{TAXR}] / [\Delta f_v / \Delta \text{CD}] = 1 \quad \text{atau}$$

$$[\Delta f_v / \Delta \text{TAXR}] = [\Delta f_v / \Delta \text{CD}] \quad \text{pers (11)}$$

Dengan demikian, pada *pasar modal sempurna dan ada pajak (corporate tax)*, suatu struktur modal dikatakan optimal apabila dengan tingkat risiko tertentu dapat memberikan nilai perusahaan maksimum.

Namun Jensen & Meckling (1976) dengan konsep *agency problem* berargumen bahwa struktur modal optimal dapat ditentukan dengan penyeimbangan antara manfaat penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya *agency* yang disebut model *trade-off* (Myers, 1984). Apabila memasukkan pertimbangan *financial distress* dan *agency cost* ke dalam model Modigliani dan Miller, maka diperoleh modifikasi struktur modal sebagai berikut: (*pada BAB III hubungan ini diulas sebagai model perilaku*)

$$VL = VU + t.D - (\text{PV biaya } \textit{financial distress} \textit{ diharapkan}) - (\text{PV } \textit{agency cost})$$

Semakin besar penggunaan hutang (D), semakin besar manfaat dari penggunaan hutang (t.D), namun PV biaya *financial distress* dan PV *agency costs* juga meningkat. Pada saat

sebelum mencapai titik optimum, hutang lebih murah dibandingkan menerbitkan saham baru karena adanya *tax shield*. Setelah mencapai titik optimum hutang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung *agency costs* dan *financial distress*, serta biaya bunga. Implikasi *trade off theory* adalah semakin besar penggunaan hutang, semakin besar manfaat dari hutang (*leverage gain*) dan semakin meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Implikasi *tradeoff theory* menurut Bringham *et al* (1999) adalah perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan hutang yang rendah, dan perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi akan memperoleh penghematan pajak bila menggunakan hutang.

Modigliani & Miller (1958) dengan teori statisnya menjelaskan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang sebagai pilihan pendanaan agar memperoleh manfaat fasilitas penghematan pajak. Dengan hadirnya informasi asimetris, menjadikan signal positif bagi perusahaan yang *profitable* untuk *leveraging up*.

Dari apa yang dijelaskan di atas, beberapa studi empiris yang terkait menunjukkan bahwa biaya *agency* dan biaya kebangkrutan berpengaruh negatif pada *leverage* (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984; Lee & Kwok, 1988; Panno, 2003; Pao & Chih, 2005; Ju, 2005). Strebulaev (2003) dengan model *refinancing*¹⁵ menunjukkan bahwa biaya kebangkrutan tidak berpengaruh pada *leverage*. Senada dengan Strebulaev, studi Leland & Pyle (1977), Titman & Wessels (1988), serta Gaud *et al* (2005) mengungkapkan bahwa perusahaan besar yang memiliki biaya keagenan dan peluang kebangkrutan yang tinggi memiliki akses lebih mudah di pasar modal cenderung meminjam (hutang) lebih banyak pada tingkat bunga *favorable*.

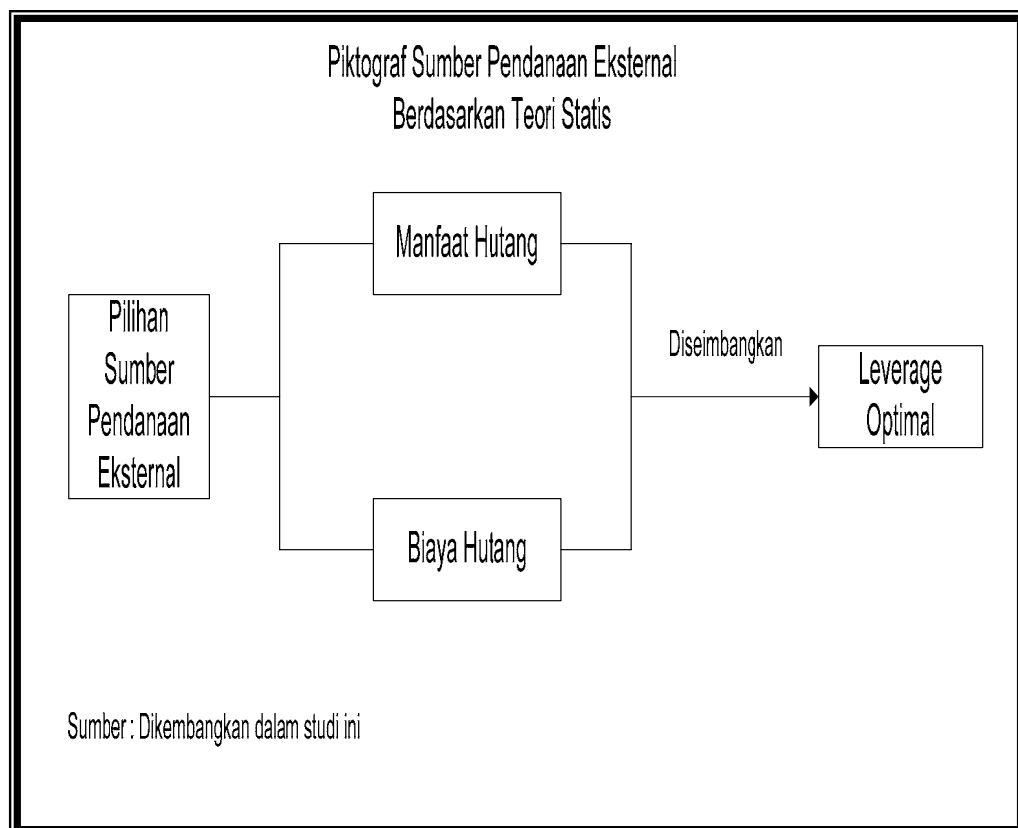
¹⁵ *Ibid*, *refinancing* merupakan istilah perbankan, yakni pembiayaan kembali melalui perubahan kontrak hutang atau pendanaan kembali dengan menghentikan obligasi yang ada dan menerbitkan surat berharga baru untuk mengurangi suku bunga, atau memundurkan tanggal jatuh tempo.

Dari berbagai penjelasan di atas dapatlah diajukan proposisi sebagai berikut:

Proposisi 1: *Teori statis menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang. Pada saat sebelum mencapai titik optimum hutang lebih murah dibandingkan menerbitkan saham baru, namun setelah mencapai titik optimum hutang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, biaya kebangkrutan, serta biaya bunga yang menyebabkan nilai saham turun. Implikasi trade off theory (teori statis) adalah semakin besar penggunaan hutang semakin besar manfaat dari penggunaan hutang tapi hanya sampai titik tertentu. Disamping itu semakin tinggi profitabilitas perusahaan pada pasar keuangan yang berkembang baik semakin tinggi kecenderungan perusahaan untuk menyesuaikan ke tingkat leverage optimal jangka panjangnya.*

Dari apa yang dipaparkan pada proposisi 1 diatas dapatlah digambarkan pilihan sumber pendanaan eksternal berdasarkan teori statis yang dapat menentukan tingkat leverage optimal, seperti pada piktograf di bawah ini:

GAMBAR 2.1



Sedangkan keputusan pendanaan dengan *pecking order theory* menegaskan bahwa pendanaan didasarkan pada suatu preferensi sumber dana dengan urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil (Myers & Majluf, 1984). *Pecking order theory* lebih memilih sumber pendanaan internal. Apabila digunakan dana yang berasal dari eksternal, urutan pendanaan yang disarankan yaitu *retained earning*¹⁶, *debt* dan terakhir penerbitan ekuitas (Myers & Majluf, 1984). Hasil yang konsisten dengan teori *pecking order* membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan laba (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Bevan & Danbolt, 2002; Pao & Chih, 2005; Tong & Green, 2005; Sayilgan *et al*, 2006; Supanvanij, 2006; Chen & Strange, 2006). Perusahaan yang profitabel lebih memungkinkan menggunakan dana internal dan meminjam dalam jumlah yang sedikit (Myers, 1984; Voulgaris *et al*, 2002). Studi empiris Cai & Ghosh (2003) menunjukkan validitas *pecking order theory* bahwa suatu perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian struktur modal optimalnya ke rata-rata tingkat hutang industrinya ketika tingkat hutang perusahaan berada di atas rata-rata tingkat hutang industrinya. Sebaliknya perusahaan yang memiliki rata-rata tingkat hutang di bawah rata-rata tingkat hutang industrinya tidak mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya.

Kehadiran informasi asimetris¹⁷ akan membatasi akses pada sumber dana eksternal, sehingga mendorong perilaku *pecking order* yang berdampak pada struktur modal. Kenyataan ini mendorong perusahaan untuk memilih sumber dana internal dibanding

¹⁶ *Retained earning* atau laba ditahan menurut Donald E. Kieso adalah laba bersih perusahaan yang ditahan di dalam perusahaan, dimana digunakan lagi untuk investasi atau kegiatan operasional perusahaan.

¹⁷ Situasi dimana para manajer memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek dan operasi perusahaan di masa datang dibandingkan dengan investor. Kesenjangan informasi yang dimiliki oleh manajer dengan investor dapat mempengaruhi keberhasilan tujuan yang ingin diraih perusahaan; seperti tingkat penjualan atau tingkat laba.

sumber dana eksternal (Myers & Majluf 1984; Baskin, 1989; Maksimovic, 1994; Pawlina & Renneboog, 2005).

Untuk melihat validitas struktur modal perusahaan dengan *pecking order theory* umumnya dilihat dari beberapa faktor determinan struktur modal, yakni profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan dan risiko atau ketidakpastian bisnis.

Profitabilitas

Pecking order theory menunjukkan jika sebuah perusahaan lebih *profitable* maka pendanaannya lebih banyak berasal dari pendanaan secara internal. Menurut Weston & Copeland (1997) bahwa perusahaan-perusahaan yang profitabel umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang daya profitnya cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan hutang menjadi pilihan sumber dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

Baskin (1989) berpendapat bahwa semakin *profitable* suatu perusahaan diharapkan semakin memiliki pendanaan internal yang lebih tinggi. Oleh karena itu, profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat *leverage* (Myers, 1984; Titman & Wessels, 1988; Israel, 1992; Klein *et al*, 2002; Akhtar 2005). Pendapat ini juga didukung oleh hasil studi empiris Panno (2003) baik di pasar modal United Kingdom maupun di pasar modal Italia, profitabilitas berpengaruh positif terhadap penerbitan ekuitas.

Strebulaev (2003) dengan *refinancing model*, demikian juga Gaud *et al* (2005) dengan *dynamic panel regression model* menunjukkan hubungan yang positif antara profitabilitas dengan *leverage*. Sugeng Wahyudi (2005) mengungkapkan hubungan

profitabilitas dengan struktur modal secara *total effect* lebih bermakna daripada *direct effect*, maka untuk melihat pengaruh profitabilitas pada *leverage* perusahaan dilihat melalui dimensi-dimensi investasi perusahaan, dimana profitabilitas sebagai indikator keputusan investasi perusahaan. Lebih lanjut dijelaskan Sugeng Wahyudi (2005), seperti mengutip Myers & Majluf (1984) dan Fama *et al* (2000) dalam model *pecking order theory* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki *leverage* yang tinggi, dimana semakin besar kesempatan investasi semakin besar perusahaan menggunakan dana eksternal dalam bentuk hutang apabila dana internal tidak mencukupi. Pendapat ini mendukung pendapat Ross (1977) yang mengatakan bahwa interaksi antara investasi dengan struktur modal mengakibatkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan dapat diharapkan sebagai proksi peluang kebangkrutan perusahaan (Titman & Wessels, 1988), proksi biaya politik¹⁸ (Richardson, 1998; Lobo & Zhou, 2001; Halim *et al*, 2005), dan proksi informasi asimetris (Panno, 2003; Deshmukh, 2005). Dari pendekatan manajemen strategi, perusahaan besar yang melakukan diversifikasi konglomerasi yang memiliki risiko kebangkrutan lebih rendah daripada perusahaan yang melakukan diversifikasi konsentrik (Barney, 2002), diharapkan memanfaatkan kapasitas

¹⁸ Dalam penelitian *opportunistic earning management*, ukuran perusahaan digunakan sebagai proksi biaya politik. Halim *et al*, (2005) menjelaskan biaya politik pada *opportunistic earning management* dalam konteks *size hypothesis* dan *debt covenant hypothesis*. Pada konteks *the political cost hypothesis (size hypothesis)*, para manajer perusahaan besar yang memiliki biaya politik tinggi cenderung lebih memilih metode akuntansi yang menangguhkan laba yang dilaporkan dari periode sekarang ke periode masa mendatang, sehingga dapat memperkecil laba yang dilaporkan. Sedangkan pada konteks *debt covenant hypothesis*, perusahaan besar dengan risiko rasio hutang atas ekuitas yang tinggi akan mengalami kesulitan dalam memperoleh dana tambahan dari pihak kreditur bahkan perusahaan terancam melanggar perjanjian hutang. Untuk memperoleh dana tambahan dari pihak kreditur tanpa melanggar perjanjian hutang, para manajer memunculkan biaya politik pada manajemen laba atau pengungkapan laporan keuangan perusahaan. Biaya politik muncul dikarenakan profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menarik perhatian media dan konsumen (*public demand*). Biaya politik diproksi oleh ukuran perusahaan dengan mencari logaritma natural kapitalisasi pasar, yaitu jumlah lembar saham beredar akhir tahun dikalikan dengan harga saham penutupan akhir tahun, kemudian hasilnya dilogartimakan.

hutang yang tinggi untuk melakukan diversifikasi. Oleh karena itu, diperkirakan adanya hubungan yang positif antara ukuran perusahaan dengan *leverage*. Hasil studi Rajan & Zingales (1995), Adedeji (1998), Moh'd *et al* (1998), Ozkan (2001), Bhaduri (2002), Bevan & Danbolt (2002), Klein *et al* (2002), Mao (2003), Low & Chen (2004), Ojah & Manrique (2005), Gaud *et al* (2005), Pao & Chih (2005), Sayilgan *et al* (2006), Supanvanij (2006), Chen & Strange (2006) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Oleh karena itu, ***perusahaan yang besar memiliki hubungan yang positif dengan tingkat leverage.***

Tingkat Pertumbuhan

Thies & Klock (1992) menggunakan tingkat pertumbuhan sebagai proksi untuk menguji konsistensi *pecking order theory*. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi kemungkinan memiliki kemampuan untuk mendanai usahanya secara internal sehingga perusahaan tidak terlalu tergoda untuk mencari sumberdana dari eksternal. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* rendah. Bukti empiris tentang hubungan peluang pertumbuhan dengan *leverage* menunjukkan *inkonklusif*. Studi Titman & Wessels (1988), Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Ghosh *et al* (2000), Pao & Chih (2005), Gaud *et al* (2005), Akhtar (2005), Henny (2001), Santi (2003) dan Chevalier *et al* (2006) menunjukkan bukti hubungan negatif pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*. Studi empiris Fama (1974), Voulgaris *et al* (2002), Mao (2003), Pawlina & Renneboog (2005), Ojah & Manrique (2005), serta Sayilgan *et al* (2006) menunjukkan adanya hubungan positif pertumbuhan perusahaan dengan investasi. Sementara studi Tong & Green (2005) memperlihatkan hasil yang *inkonklusif* pada determinan investasi korporasi menurut *pecking order*

hypothesis. Mao (2003) merujuk pendapat Myers (1977), menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki peluang tumbuh tinggi, volatilitas marjinal investasinya berkorelasi positif dengan rasio hutang optimal. Meningkatkan skala investasi akan meningkatkan volatilitas total arus kas perusahaan dengan skala volatilitas marjinal investasi yang menurun, dan akhirnya menurunkan rasio hutang optimal. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan dengan efek total diharapkan berimplikasi pada rendahnya tingkat *leverage*. Implikasinya, ***semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan akan semakin rendah tingkat leveragenya***

Risiko dan Ketidakpastian Bisnis

Seorang manajer akan selalu berhadapan dengan kepastian, ketidakpastian hasil, atau risiko dari setiap keputusan yang dibuat. Kepastian menunjuk pada situasi dimana hanya terdapat satu kemungkinan hasil dari suatu keputusan dan hasil ini diketahui dengan persis. Ketika seseorang menanamkan uangnya pada deposito, hasilnya diketahui dengan pasti berdasarkan tingkat bunga yang berlaku saat itu. Sedangkan ketidakpastian adalah suatu kondisi dimana terdapat beberapa kemungkinan hasil dari suatu keputusan dan peluang dari kemungkinan-kemungkinan tersebut tidak diketahui. Hal ini terjadi karena tidak memadainya informasi yang berhubungan dengan keputusan tersebut atau ketidakstabilan dari variabel keputusan yang sangat tinggi. Ketidakpastian selalu menghantui setiap keputusan manajer. Seringkali manajer mengalami ketidakpastian akan hasil dari keputusan yang diambil. Sebagai contoh ketika meluncurkan produk baru, manajer menghadapi ketidakpastian tentang biaya dan waktu untuk pengembangan produk, volume penjualan produk pada tahun-tahun selanjutnya, serta kemungkinan reaksi dari pesaing. Ketidakpastian hasil atas investasi finansial yang dilakukan oleh

manajer adalah tidak dapat diketahui apakah akan memperoleh keuntungan (*capital gain*) atau bahkan memperoleh kerugian (*capital loss*).

Risiko menunjuk pada situasi dimana terdapat lebih dari satu kemungkinan hasil dari suatu keputusan dan peluang dari kemungkinan-kemungkinan tersebut diketahui. Risiko mengharuskan manajer untuk mengetahui semua kemungkinan hasil dari suatu keputusan dan juga peluang dari kemungkinan-kemungkinan tersebut. Seperti pada contoh sebelumnya; dalam meluncurkan produk baru manajer dapat mengkaji peluang dari kemungkinan-kemungkinan dengan melakukan survei konsumen, uji respon pasar, uji kualitas produk, perbandingan harga produk terhadap produk pesaing. Semakin banyak jumlah kemungkinan hasil dan semakin besar variasi hasil dari suatu keputusan, maka keputusan itu semakin berisiko. Di dalam keuangan, risiko seringkali ditunjukkan oleh persebaran kemungkinan hasil dari suatu keputusan dari nilai rata-rata *return* atau *earning* yang diperoleh. Semakin lebar persebaran kemungkinan hasil suatu keputusan dari nilai rata-rata *return*, semakin berisiko keputusan tersebut.

Baye (2006) menyebutkan ada beberapa faktor atau sumber-sumber ketidakpastian bisnis yang dapat menimbulkan risiko, antara lain: *Pertama* adalah kondisi ekonomi makro secara umum yang dapat menyebabkan pasang surut bisnis (*business cycle*) suatu perusahaan. *Kedua* adalah pasang surut yang terjadi pada industri tertentu dimana perusahaan dan manajer beroperasi. Kelesuan pada suatu industri seringkali terkait dengan krisis ekonomi yang melanda industri tertentu atau siklus industri sudah mencapai tahap matang (*maturity*). *Ketiga* adalah aksi dan reaksi dari perusahaan pesaing yang tidak dapat diprediksi dengan pasti. Aksi dan reaksi dari perusahaan pesaing menentukan tingkat persaingan antar perusahaan di dalam industri. *Keempat* adalah perubahan selera

dan kesukaan konsumen yang tidak terduga, seperti pada industri-industri yang siklus hidupnya sangat cepat. Kelima adalah ketidakpastian yang berasal dari sisi penawaran; perubahan biaya dan pengeluaran yang terkait dengan perubahan harga input yang digunakan dalam proses produksi. Perubahan harga bahan baku, kenaikan tarif listrik dan telepon, kenaikan harga BBM, kenaikan upah minimum yang tak terduga dapat menimbulkan ketidakpastian bagi perusahaan.

Ketidakpastian dan risiko bisnis menimbulkan persoalan bagi manajer dalam mengalokasikan sumberdaya ekonomi secara efisien. Dalam lingkup korporasi, ketidakpastian ini mempengaruhi keputusan output, keputusan produksi dan investasi manajer yaitu bagaimana mengalokasikan input yang terbatas dan langka. Ketika manajer menghadapi persoalan *excess cashflow* pengalokasian *cashflow* yang bagaimana sebaiknya dipilih oleh pihak manajer untuk diinvestasikan; dialokasikan pada investasi riil atau investasi finansial (surat-surat berharga). Atau ketika perusahaan memiliki pertumbuhan tinggi dengan kompleksitas persaingan bisnis yang tinggi; apakah emisi saham baru dapat memberikan manfaat lebih dibandingkan menambah hutang baru untuk melakukan ekspansi. Keputusan manajer ini tergantung dari sikap mereka terhadap risiko.

Baye (2006) mengelompokkan sikap manajer terhadap risiko ke dalam tiga kelompok, yaitu penghindar risiko (*risk averter*), netral risiko (*risk neutral*), dan menyukai risiko (*risk seeker* atau *risk lover*). Manajer yang *risk averter* lebih menyukai pilihan yang memberikan manfaat yang pasti dengan risiko serendah mungkin. Mereka merasa tidak nyaman secara psikis dan gelisah karena adanya ketidakpastian. Manajer *risk averter* hanya mau menanggung risiko yang lebih besar jika nilai *return* yang diharapkannya lebih besar. Manajer yang *risk neutral* adalah manajer yang indiferen terhadap dua

keputusan yang memberikan manfaat yang sama walaupun salah satunya mengandung risiko. Dengan kata lain, *risk neutral* cenderung mengambil keputusan yang memaksimalkan manfaat tanpa memperhatikan varian dari keputusannya. Di lain pihak manajer yang *risk seeker* memandang risiko sebagai suatu kepuasan, dan mau mengorbankan sejumlah manfaat untuk risiko yang lebih besar.

Bagi manajer *risk averter* kehadiran informasi asimetris yang dapat meningkatkan ketidakpastian bisnis dan risiko ini akan membatasi akses pada sumber dana eksternal, sehingga mendorong perilaku *pecking order* yang berdampak pada struktur modal. Kenyataan ini mendorong manajer *risk averter* untuk lebih memilih sumber dana internal dibanding sumber dana eksternal (Myers & Majluf 1984; Pawlina & Renneboog, 2005). Studi-studi Chaplinsky (1984), Lee & Kwok (1988), Mao (2003), Low & Chen (2004) mengungkapkan bahwa risiko bisnis memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. *Semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang tinggi akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka.* Implikasinya, bahwa ***perusahaan dengan risiko bisnis besar akan menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah.***

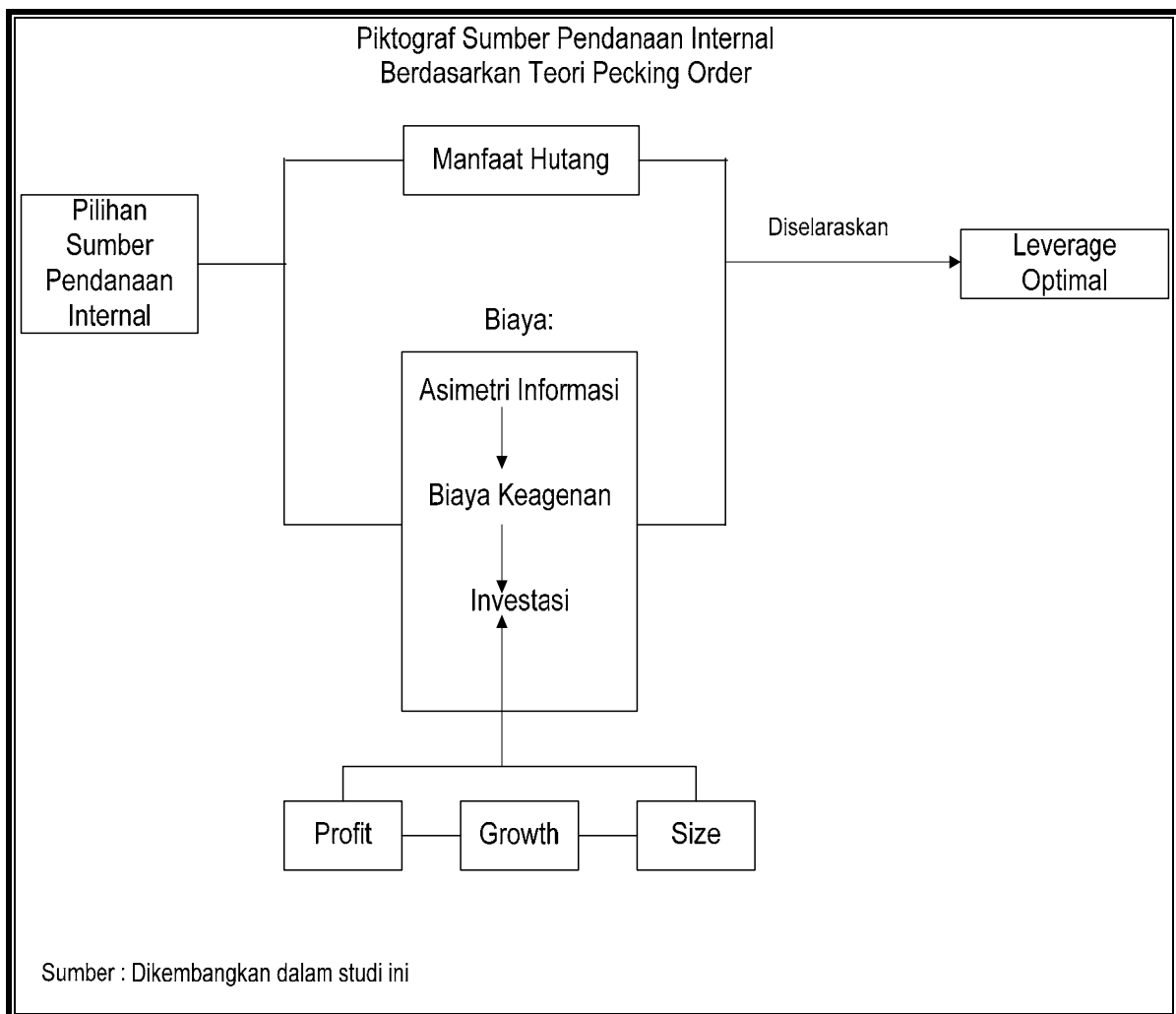
Dari beberapa uraian di atas, menunjukkan bagaimana perusahaan menentukan sumber pendanaannya yang mengarah pada *pecking order theory*, oleh karena itu dapatlah diajukan proposisi pada studi ini sebagai berikut:

Proposisi 2: Pecking Order Theory menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas. Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil yang konsisten dengan pecking order theory membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan

terbalik dengan laba. Implikasinya, perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba lebih memungkinkan menggunakan dana internal. Semakin besar kemampuan perusahaan semakin rendah tingkat leverage perusahaan. Demikian juga dalam kondisi ada kesenjangan informasi; semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan dengan efek total diharapkan berimplikasi pada rendahnya tingkat leverage perusahaan.

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang telah diuraikan di atas, maka hubungan proposisi 2 secara piktoGRAFIS dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 2.2



2.5 Pandangan Teori Keagenan (*Agency TheoryView*)

Adam Smith (1723-1790)¹⁹, seorang penulis dan filsuf yang dikenal sebagai bapak aliran ekonomi klasik dalam bukunya “An Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations” telah meletakkan dasar teoritis untuk perkembangan etika kapitalis yang telah mendominasi pemikiran ekonomi di dunia Barat pada abad XVIII. Adam Smith (1776) berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu atau kelompok yang memaksimalkan nilai dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumberdaya sebaik mungkin.

Adam Smith lebih lanjut menekankan bahwa sebagai individu atau kelompok yang memaksimalkan nilai dan kepentingan pribadinya perlu menerapkan *efficiency* (efisiensi), selain prinsip *equality*, *certainty*, dan *convenience*.²⁰ Sesuai prinsip efisiensi, pemaksimalan nilai hendaknya dilaksanakan dengan cara sehemat mungkin, dan biaya-biaya yang terkait dengan pemaksimalan nilai tersebut tidak lebih tinggi daripada nilai manfaatnya. Kaidah ekonomi prinsip efisiensi pemikiran Adam Smith ini menyatakan bahwa biaya yang dikeluarkan individu atau kelompok dalam rangka memaksimalkan nilai dan kepentingan pribadinya harus ditekan pada tingkat yang serendah-rendahnya. Idealnya, biaya-biaya transaksi²¹ yang dikeluarkan tidak memberatkan dan tidak menghambat individu atau kelompok dalam melakukan pemaksimalan nilai.

Dengan kata lain, individu atau kelompok harus melakukan pilihan atas strategi kombinasi antara kegiatan dan biaya transaksi yang memberikan hasil optimal, yakni

¹⁹ Dikutip dari West, Edwin G (1992), “Adam Smith and Modern Economics: From Market Behaviour to Public Choice”. Edward Elgar Publishing Company, Vermont, USA.

²⁰ Dikenal dengan istilah *four maxims* atau *four canons*.

²¹ Biaya yang harus ditanggung oleh pihak-pihak yang melakukan pertukaran dalam dunia yang informasinya tidak sempurna, dan keterbatasan rasionalitas pelaku para pihak yang melakukan pertukaran. Jensen & Meckling (1976) menyebut biaya transaksi ini sebagai biaya keagenan yang timbul akibat adanya hubungan keagenan.

kegiatan yang menghasilkan *outcome* tinggi (*strategizing*) dengan biaya transaksi murah (*economizing*). Mengingat bahwa individu atau kelompok cenderung berperilaku *opportunistic* dan *self interested* dalam melakukan pilihan atas strategi kombinasi antara kegiatan dan biaya transaksi, maka semua pertukaran ekonomi akan lebih efisien apabila dikelola dalam suatu kontrak atau perjanjian resmi secara hukum antara pihak-pihak yang melakukan suatu transaksi (William & Greeberg, 2000). Dengan demikian prinsip efisiensi ini dengan sendirinya akan membuat individu atau kelompok akan mengalokasikan sumberdaya sebaik mungkin.

Dalam perjalanan perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*²², bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku dalam mencapai sasaran (pemaksimalan nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Kast & Rosenzweig, 2002). Dalam kerangka kerja manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat diantara pemegang saham dan manajer, dan/atau diantara pemegang saham dan kreditur. Manajer-manajer dari perusahaan mungkin membuat keputusan yang bertentangan dengan tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Keputusan-keputusan untuk memperluas bisnis mungkin didorong oleh keinginan manajer untuk membuat divisi mereka sendiri berkembang dengan maksud mendapatkan tanggung jawab dan kompensasi yang lebih besar. Konflik ini disebut dengan konflik keagenan²³ (*agency problem*).

²² Teori yang memperhatikan hubungan antara dua pihak, dimana pihak yang satu sebagai prinsipal (pemberi amanat) dengan pihak lainnya sebagai perantara (agen-agen) yang mewakili prinsipal dalam transaksi dengan pihak ketiga. Teori ini meliputi sifat biaya penyelesaian konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen.

²³ Kast & Rosenzweig mendefinisikan *agency problem* sebagai konflik yang timbul antara pemilik, karyawan, dan manajer perusahaan dimana ada kecenderungan manajer lebih mengutamakan kepentingan pribadi di atas kepentingan perusahaan. Pada umumnya konflik ini muncul terutama ketika perusahaan menghasilkan aliran kas bersih.

Di dalam disiplin ilmu keuangan, istilah *agency cost* menunjukkan kerugian yang terjadi sebagai dampak konflik keagenan yang terjadi antara pemilik (*principal*) sebagai pemberi amanat dengan pengelola (*agent*) sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam transaksi sebuah entitas atau organisasi. Pemilik akan selalu bertentangan dengan pengelola. Pengelola yang selalu ingin mengurangi pos pengeluaran karena ingin mengejar target pencapaian laba, biasanya selalu ditentang oleh pemilik. Idealnya, menurut prinsip *four maxims* Adam Smith (1776) bahwa target pencapaian laba pengelola entitas tidak perlu bertabrakan dengan kepentingan pemilik. Bila konflik keagenan tidak dapat dihindari, dalam kondisi apapun kepentingan pemilik haruslah lebih utama diprioritaskan kepentingannya di atas kepentingan pengelola. Pada intinya, kebijakan apapun yang akan diambil oleh pengelola sehubungan dengan kepentingan pemilik harus dibahas dengan pertimbangan yang matang dan komprehensif bersama para pemegang saham (Widayatmoko, 2008)²⁴. Dalam hal tabrakan kepentingan yang tidak bisa dihindari, pengelola harus lebih mendahulukan kepentingan pemilik dan harus berani mengorbankan target pencapaian laba bila memang harus terjadi, namun tetap memperhatikan kaidah ekonomi prinsip efisiensi, dimana biaya-biaya transaksi yang dikeluarkan tidak memberatkan dan tidak menghambat pengelola entitas dalam mengejar target pencapaian laba. Kerugian atas keberanian mengorbankan target pencapaian laba untuk mengakomodasi kepentingan pemilik dalam hubungan keagenan ini disebut sebagai biaya keagenan. Menurut Ross (2001), biaya keagenan adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer, seperti biaya pengawasan dan pengontrolan.

²⁴ Dwi H Widayatmoko (2008), *Konflik Agensi dan Kenaikan Harga BBM*. Harian Kompas: Jumat, 23 Mei 2008, kolom opini hal 6, kolom 2-5.

Jensen & Meckling (1976), menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimalan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan pengambilan keputusan, risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Penyebab lain konflik ini adalah para pemegang saham hanya peduli pada risiko sistematis dari saham perusahaan, karena mereka melakukan investasi pada portofolio yang terdiversifikasi dengan baik. Namun manajer sebaliknya lebih peduli pada risiko perusahaan secara keseluruhan.

Pawlina & Renneboog (2005) menjelaskan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya informasi asimetris antara pemegang saham dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Informasi asimetris terdiri dari dua tipe yakni *adverse selection* dan *moral hazard*. Pada tipe *adverse selection* pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau melakukan perjanjian. Berbagai cara dapat dilakukan oleh manajer untuk memiliki informasi lebih dibandingkan investor, misalnya dengan menyembunyikan, memanipulasi informasi yang diberikan kepada investor. Akibatnya investor tidak yakin terhadap kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan, atau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah. Kondisi ini membuat pasar modal tidak berfungsi sebagaimana mestinya. *Moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik demi keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik. Pada perusahaan korporasi yang relatif besar dengan

terpisahnya kepemilikan dan pengendalian manajemen maka sulit bagi pemegang saham dan kreditur untuk melihat sejauh mana kinerja manajemen optimal.

Penelitian yang menunjukkan adanya hubungan antara *leverage* dengan *asymmetric information* diantaranya dilakukan oleh Myers & Majluf (1984) yang menunjukkan bahwa pengaruh informasi asimetris cenderung mendorong perilaku *pecking order* sehingga perusahaan-perusahaan yang profitabel lebih menggunakan laba ditahan sebagai prioritas utama pendanaannya akibatnya menurunkan rasio hutang perusahaan. Berbeda dengan Myers & Majluf (1984), hasil studi Ojah & Manrique (2005), Chen *et al* (2006) mengungkapkan adanya korelasi positif antara *leverage* dengan informasi asimetris atau peluang kebangkrutan. Dengan kata lain, *leverage* meningkat sejalan dengan meningkatnya informasi asimetris.

Grossman & Hart (1992) menjelaskan bahwa hutang dapat menciptakan suatu insentif bagi para manajer untuk bekerja lebih keras dan membuat keputusan investasi lebih baik. Pembiayaan perusahaan untuk menambah modal baru melalui hutang, membuat manajer harus lebih berhati-hati menggunakannya. Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa penggunaan hutang dapat mengurangi kebutuhan terhadap *outside stock*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Jensen (1986), Klein *et al* (2002) dan Mao (2003) berpendapat bahwa hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* berlebihan oleh manajer pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidak-efisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Dari paparan ini nampak kebijakan hutang memiliki peranan penting dalam mengurangi konflik keagenan.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholder*) dan agen (*manager*) masing-masing menginginkan *return* yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud & Lev (1981) dalam Sulastri (2006) bahwa pemegang saham lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Dijelaskan oleh Pawlina & Renneboog (2005) bahwa konflik keagenan seperti ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flow* yang besar, dimana manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana eksternal untuk mengoptimalkan keuntungan dengan pembayaran kas kepada pemegang saham.

Lebih lanjut, Jensen & Meckling (1976), Mao (2003), Pawlina & Renneboog (2005), serta Chen *et al* (2006) mengungkapkan bahwa untuk mengurangi *agency problem*, pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen melalui pemberian insentif yang tepat, seperti peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Hal ini dapat diartikulasikan bahwa proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan adalah untuk mengatasi konflik agensi di dalam perusahaan, karena dengan melakukan pendanaan eksternal untuk meningkatkan proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan dapat memberi insentif bagi manajer.

Penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan saham (*managerial ownership*) dengan struktur modal perusahaan telah banyak dilakukan. Kim & Sorensen (1986), Agrawal & Knoeber (1996), Pawlina & Ronneboog (2005), Chen *et al* (2006) menunjukkan cukup bukti adanya hubungan positif antara kepemilikan manajer dengan

rasio hutang perusahaan. Sedangkan Jensen *et al* (1992), Moh'd *et al* (1998), Chen & Strange (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen memiliki hubungan negatif dengan penggunaan hutang. Semakin tinggi konsentrasi kepemilikan saham perusahaan akan semakin rendah penggunaan hutang. Pendapat ini mendukung argumentasi Jensen & Meckling (1976) bahwa kompensasi eksekutif sebagai salah satu instrumen dibutuhkan untuk pengendalian perusahaan pada organisasi multi bisnis. Dengan demikian 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.

Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Menurut Madura (1997) dan Ross (2001) biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer. Biaya keagenan²⁵ ini adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan perusahaan akibat masalah agen yang timbul. Biaya keagenan terdiri dari (1) biaya kontrak langsung, yang terdiri dari (i) *transaction costs* untuk membuat kontrak seperti biaya komisi penjualan dan administrasi penerbitan obligasi, (ii) *opportunity costs* yang hilang karena tidak dapat mengambil proyek dengan NPV positif akibat adanya *covenant* dikontrak perjanjian. (iii) *incentive costs* seperti skema bonus, pembayaran yang ditujukan agar manajemen bertindak sesuai tujuan pemilik. (2) Biaya yang ditanggung pemilik untuk mengawasi agen seperti biaya audit. (3) Kerugian yang ditanggung pemilik (*residual loss*) sebagai akibat adanya penyimpangan tindakan yang lolos dari pengawasan.

²⁵ Biaya-biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalisasi masalah keagenan agar memberikan kontribusi guna memaksimalkan kekayaan pemilik dan untuk memonitor perilaku para manajer.

Biaya Keagenan Hutang (*Agency Cost of Debt*) dan Kebijakan Investasi

Argumen Jensen (1986), Grossman & Hart (1992) mengenai penggunaan hutang dapat menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dapat dijelaskan oleh hasil studi Mao (2003), Pawlina & Ronneboog (2005), dan Chen, Guo & Mande (2006), yang menunjukkan hubungan simultan antara kebijakan hutang dengan keputusan investasi perusahaan dalam upaya mereduksi konflik keagenan.

Karena adanya penyebaran keputusan dan risiko, para manajer cenderung untuk menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya sehingga mereka membuat keputusan bukan atas dasar pemaksimalan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Untuk menekan atau mengurangi masalah keagenan tersebut, Jensen & Meckling (1976) menyarankan penting adanya pendanaan melalui hutang disamping melakukan pengawasan terhadap aktivitas dari manajemen. Pendanaan melalui hutang untuk mengurangi masalah keagenan ini disebut dengan biaya keagenan penggunaan hutang (*agency cost of debt*), yang didefinisikan sebagai laju perubahan dari perbedaan antara NPV perusahaan bila dibiayai oleh modal sendiri dengan NPV perusahaan bila dibiayai oleh hutang (Mao, 2003).

Secara matematis *agency cost of debt* dinyatakan sebagai diferensial parsial pertama fungsi total biaya keagenan atas investasi seperti pada hubungan berikut ini (Mao, 2003):

$$AC = NPV(k^e) - NPV(k^d)$$

dengan $NPV(k^o) = \sum \{\Phi(k^o) + \sigma(k^o)\}f(E)\Delta E - Cok^o$, nilai maksimum NPV bila seluruhnya dibiayai oleh ekuitas ($\partial NPV(k^o)/\partial k^o = NPV(k^e) = \Phi(k^e) - Cok^e$). Sedangkan NPV perusahaan bila dibiayai oleh ekuitas dan sebagian oleh hutang dinyatakan sebagai $NPV(k^o) = \sum \{\Phi(k^o) + \sigma(k^o) - (D)f(E)\Delta E - Cok^o$, maka nilai maksimum NPV diperoleh

NPV (k^d) = $\Phi(k^d) - Cok^d$, dimana k^o adalah skala investasi²⁶ perusahaan, k^e dan k^d masing-masing adalah unit biaya ekuitas dan unit biaya hutang. Selanjutnya fungsi total biaya keagenan tersebut dijabarkan Mao (2003) sebagai fungsi berikut:

$$AC = \Phi(k^e) - Cok^e - \Phi(k^d) + Cok^d$$

$$\partial AC/\partial D = (\partial AC/\partial k^o)(\partial k^o/\partial D)$$

$$\partial AC/\partial D = \{\partial \Phi(k^e)/\partial k^o - \partial \Phi(k^d)/\partial k^o\} (\partial(k^o)/\partial D)$$

Dengan demikian, biaya agensi hutang yang menunjukkan perubahan biaya keagenan yang disebabkan oleh perubahan rasio hutang dalam struktur modal dinyatakan sebagai

$$\partial AC/\partial D = \{C_o - \Phi'(k^d)\} \partial k^o/\partial D$$

Dari fungsi biaya agensi hutang ini, terlihat bahwa bila perusahaan yang menghadapi persoalan *free cash flow* dengan rasio hutang rendah, bertambahnya hutang yang menyebabkan perubahan skala investasi ($\partial k^o/\partial D > 0$) *menurun* sepanjang $k^d > k^e$, maka biaya agensi hutang akan meningkat. Akibatnya dapat menekan *over-investment* karena *free cash flow*. Hal ini disebabkan pengaruh perilaku dominansi insentif *risk-shifting*²⁷ pemegang saham yang menghindarkan risiko akibat perusahaan menambah hutang. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu khawatir dengan meningkatnya biaya agensi hutang tersebut, karena *free cash flow* yang tersedia dapat dimanfaatkan untuk pelunasan hutang. Dengan demikian manajer akan menggunakan hutang sebagai sumber dana eksternal secara optimal.

²⁶ Disebut juga 'biaya investasi' sebagai tingkat pengembalian hasil yang harus dihasilkan suatu perusahaan atas proyek-proyek investasinya untuk mempertahankan nilai pasarnya dan menarik dana-dana yang dibutuhkan. Sedangkan biaya hutang merupakan tingkat yang harus diterima dari suatu investasi untuk mendapatkan *return* yang diinginkan kreditur. Biaya hutang ini didasarkan pada biaya pengorbanan hutang di pasar modal. Biaya ekuitas adalah tingkat pengembalian hasil yang diinginkan pemegang ekuitas atas saham biasa suatu perusahaan di pasar modal.

²⁷ Mao mendefinisikan *risk-shifting* sebagai kecenderungan para pemegang saham dan agen-agen dalam suatu perusahaan untuk mengambil lebih banyak proyek-proyek yang berisiko dibandingkan yang diharapkan atau diinginkan oleh para pemegang obligasi.

Sebaliknya, bila perusahaan menghadapi persoalan *under-investment* pada proyek-proyek investasi dengan NPV positif (pada kondisi $k^d < k^e$), maka pengurangan hutang yang menyebabkan ($\partial ko/\partial D > 0$) *naik* sepanjang $k^d < k^e$, dapat menekan aktivitas (*activism*) para manajer untuk meningkatkan investasi perusahaan pada proyek-proyek investasi dengan NPV positif. *Excess cash flow* sebagai sumber dana internal selain digunakan untuk membiayai proyek-proyek investasi, juga digunakan untuk pelunasan hutang-hutang perusahaan. Pada konteks biaya keagenan ini terlihat bahwa biaya agensi hutang berkorelasi positif dengan rasio hutang, dan insentif *risk-shifting* dari pemegang saham dapat menekan persoalan *under-investment* yang dihadapi perusahaan.

Lebih lanjut diungkapkan Mao (2003), bahwa kondisi seperti di atas potensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Baker & Wurgler (2002), Mao (2003) menunjukkan bukti empiris bahwa rasio *market to book* (M/B) sebagai proksi insentif *under-investment* berpengaruh signifikan negatif pada rasio hutang. Hal ini mengindikasikan terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Fungsi *marginal return* dari obligasi atas investasi dicatat sebagai:

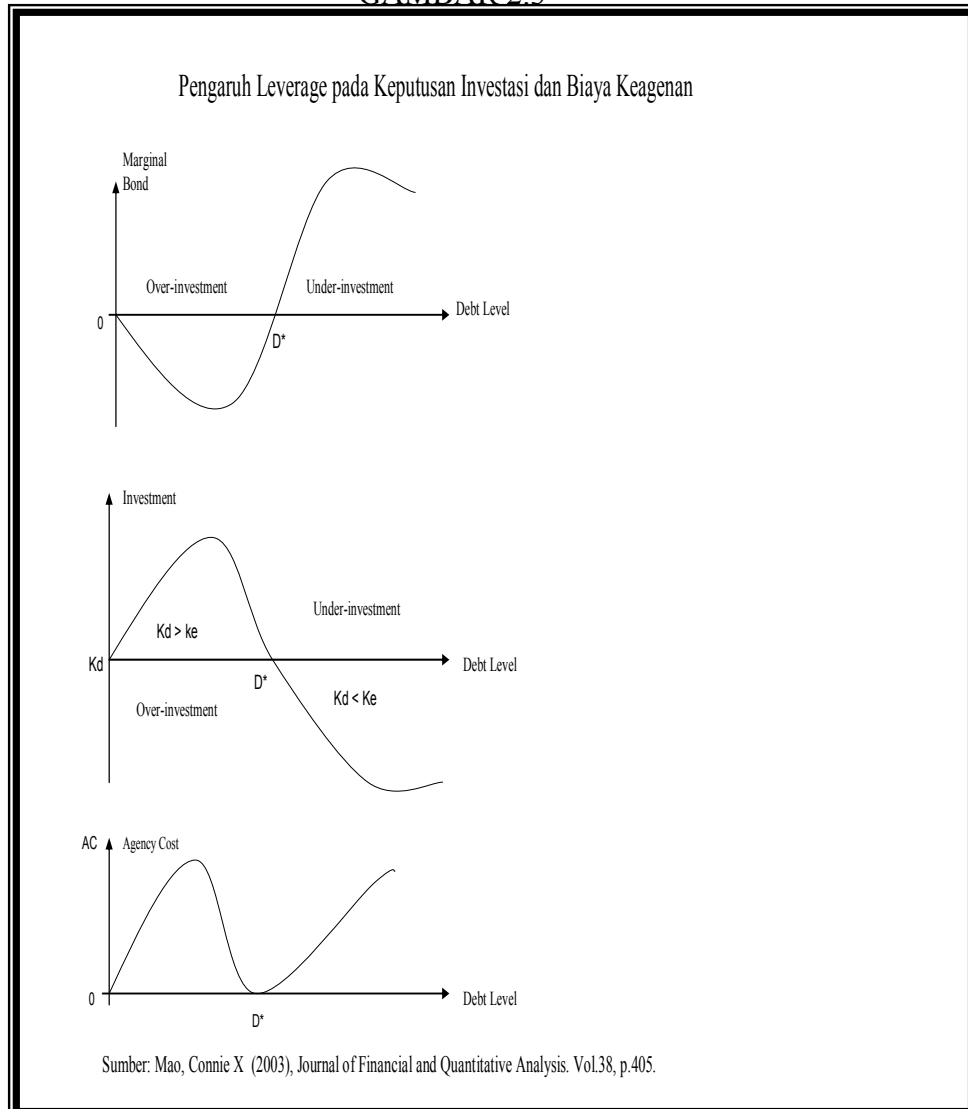
$$\partial B/\partial(ko^d) = \partial\Phi/\partial(ko^d)F[\{D - \Phi(ko)\}/\sigma(ko)] - \partial\sigma/\partial(ko^d)[\int cf(E)dE]$$

Fungsi *marjinal return* ini memperlihatkan hubungan bahwa semakin besar volatilitas *marjinal investasi* (MVI)²⁸ karena bertambahnya hutang, semakin mendorong pemegang saham melakukan substitusi aktiva (*risk-shifting*) yang dapat menciptakan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi atau para kreditur rasional [$\partial B/\partial(ko^d)$ *naik*]. Ketika perusahaan yang menghadapi persoalan *under-investment* menambah hutang untuk membiayai proyek investasinya, para pemegang

²⁸ Myers dan Mao mendefinisikan MVI sebagai rasio dari perubahan volatilitas arus kas terhadap perubahan skala investasi sejalan dengan berubahnya tingkat hutang. $MVI = \Delta\sigma(\text{cash flow}) / \Delta\text{investment}$.

saham menghendaki substitusi aktiva melalui pembayaran dividen yang tinggi agar kekayaan mereka meningkat, atau mendorong perusahaan menggunakan tambahan hutang untuk melakukan *shares repurchase*, sehingga kondisi ini memberikan signal yang kredibel bagi *bondholders* atau kreditur untuk menaikkan tingkat pengembalian yang diharapkan atas dana mereka. Hal ini mengindikasikan *redistribusi* kekayaan dari pemegang saham kepada kreditur (Klein *et al*, 2002; Maxwell & Stephens, 2001). Lebih lanjut, Mao (2003) mengungkapkan *marginal bond* berbanding terbalik dengan volatilitas marjinal investasi (MVI), seperti ditunjukkan pada gambar 2.3 di bawah ini:

GAMBAR 2.3



Gambar 2.3 memperlihatkan ada hubungan simultan antara keputusan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan dalam upaya menekan konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham dengan kreditur. Studi Klein *et al* (2002), Baker & Wurgler (2002), Mao (2003), Pawlina & Renneboog (2005) serta Chen, Guo & Mande (2006) juga mengungkapkan bahwa keputusan investasi perusahaan selain dipengaruhi oleh arus kas, biaya agensi hutang, risiko bisnis, peluang pertumbuhan, namun juga dipengaruhi oleh nilai pasar saham (M/B) perusahaan.

Kebijakan Dividen

Masalah keagenan dapat pula dikurangi dengan mekanisme pembayaran dividen. Dividen adalah pembagian laba yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan pada banyaknya saham yang dimiliki. Keputusan dividen ditentukan dari jumlah keuntungan perusahaan setelah pajak. Dalam hal ini, keuntungan setelah pajak merupakan jumlah laba ditahan dan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Oleh karena itu, keputusan dividen yang optimal didasarkan kepada tujuan memaksimalkan keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dengan kendala memaksimalkan laba ditahan untuk diinvestasikan kembali (reinvestasi) sebagai sumber dana internal (Saragih *et al*, 2005; Dhanani, 2005).

Kebijakan dividen memegang peranan penting dalam menentukan nilai perusahaan. Pemegang saham memandang dividen sebagai signal kemampuan perusahaan meningkatkan pendapatan. Bagi investor, dividen merupakan *return* yang dapat dibandingkan dengan peluang investasi lainnya. *Return* ini disebut dengan *dividend yield*, yaitu rasio pembayaran dividen terhadap harga per lembar saham. Ada sejumlah pendapat yang menyebutkan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh dividen. Diantaranya,

Modigliani dan Miller (MM) yang berpendapat bahwa bila pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh dividen atau perubahan kebijakan dividen. Pernyataan MM dikembangkan pada suatu periode ketika tarif pajak perolehan modal lebih rendah daripada tarif pajak biasa. Dalam lingkup ada pajak, beberapa pemegang saham akan lebih memilih membiarkan saham berapresiasi nilainya daripada menerima dividen tunai yang memiliki pajak tinggi. Dari asumsi ini, jelas MM mengakui bahwa adanya pajak dapat membuat dividen sebagai aspek penting dalam penilaian saham perusahaan. Pada pembuktiannya, MM menetralkan pengaruh dividen pada penilaian saham dengan asumsi bahwa jika dividen termasuk dalam penilaian perusahaan, maka akan mudah mengganti kerugian dengan menerbitkan saham lebih banyak atau hutang untuk menutupi nilai dividen tersebut.

Kelompok peneliti yang mengatakan bahwa dividen berperan penting dalam proses penilaian perusahaan, mengungkapkan dua alasan, yakni konsep pertama, *bird in hand* yaitu bahwa dividen kas saat sekarang lebih berharga daripada kas masa depan yang diperoleh dari reinvestasi laba ditahan. Implikasinya bahwa investor lebih memerlukan pendapatan sekarang daripada pendapatan dimasa mendatang, dan selalu mencari saham-saham yang membayar dividen secara tetap dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi. Pemegang saham ini akan khawatir ketika perusahaan mengurangi dividennya. Konsep kedua, *informational content* yaitu perusahaan yang membayarkan dividen memberi signal dan keyakinan kepada investor bahwa reinvestasi pendapatan akan menghasilkan dividen yang lebih tinggi secara substansial dimasa mendatang. Perubahan dalam kebijakan dividen akan mempengaruhi sikap investor pada perusahaan, dan akan berakibat pada harga pasar saham perusahaan (Gordon, 1959 dalam Dhanani, 2005).

Secara matematis, hubungan kebijakan dividen dengan harga saham bila laba tumbuh konstan g % per tahun, dan *return* diharapkan sebesar r %, dinyatakan sebagai:

$$PV_{\text{firm}} = \Pi_0 + \frac{\Pi_0 (1 + g)}{(1 + r)} + \frac{\Pi_0 (1 + g)^2}{(1 + r)^2} + \dots$$

Bila laba dibagi (dividen) sebesar Π_0 , maka nilai perusahaan setelah dikurangi dividen adalah $PV_{\text{firm}} - \Pi_0 = \frac{\Pi_0 (1 + g)}{(1 + r)} + \frac{\Pi_0 (1 + g)^2}{(1 + r)^2} + \dots$

sehingga bila dividen tumbuh konstan sebesar g % per tahun, maka dividen tahun pertama sebesar $D_1 = \Pi_0 (1 + g)$. Selanjutnya, nilai perusahaan untuk $t \rightarrow \infty$ menjadi

$$PV_{\text{firm}} - \Pi_0 = \frac{D_1}{(1+r)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{t-1}}{(1+r)^t}$$

dimana $PV_{\text{firm}} - \Pi_0 = P_s$, merupakan harga saham saat ini (*the market price of common stocks*). Dengan demikian pembayaran dividen saat ini yang tumbuh konstan sebesar g % per tahun selamanya ($t \rightarrow \infty$) merupakan cerminan harga pasar saham perusahaan, yakni :

$$P_s = \sum \frac{D_1 (1 + g)^{t-1}}{(1 + r)^t} \quad \text{atau} \quad P_s = \frac{\Pi_0 (1 + g)}{(r - g)}$$

Berdasarkan konsep *informational content* di atas, tersirat dari formula ini bahwa kebijakan dividen perusahaan berkorelasi dengan tingkat pertumbuhan, *return* yang diharapkan, dan nilai perusahaan.

Masalah keagenan dapat pula dikurangi dengan mekanisme pembayaran dividen. Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena dengan pembagian dividen, pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka untuk mengurangi konflik. Deshmukh (2005) menunjukkan bahwa *Insider Ownership* memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen. Studi Deshmukh ini menunjukkan bukti bahwa dividen dipengaruhi oleh informasi asimetris dan biaya penerbitan ekuitas. Studi Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993) juga

menunjukkan bahwa ukuran perusahaan sebagai proksi *less asymmetric information* memiliki hubungan yang positif dengan pembayaran dividen. Mollah (2000), menunjukkan bukti bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap dividen, sedangkan *dispersion of ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Studi Mollah ini konsisten dengan *Jensen's Free Cashflow Hypothesis* bahwa biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Pada kepemilikan saham yang atomistik cenderung yang diinginkan adalah dividen, karena dividen dianggap sebagai sarana untuk menjembatani informasi asimetris antara manajer dan pemegang saham.

Rozeff (1982) & Easterbrook (1984) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru, sehingga mengurangi biaya keagenan. Pembayaran dividen meskipun dapat menurunkan persoalan keagenan, akan tetapi di sisi lain justru menimbulkan biaya. Biaya akan timbul karena jika perusahaan membayar dividen yang besar, aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal.

Baskin (1989), Adedeji (1998), Bhaduri (2002), Tong & Green (2005) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap tingkat *leverage*. Pembayaran dividen yang besar pada periode lampau akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa datang dan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio hutang yang tinggi. Penelitian Wahidahwati (2002) menunjukkan bahwa walaupun pembayaran dividen tidak memiliki pengaruh nyata pada rasio hutang, namun memiliki

arah koefisien regresi yang negatif dengan rasio hutang. Penelitian Wahidahwati ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian Jensen *et al* (1992), yang menyatakan pembayaran dividen muncul sebagai substitusi hutang di dalam struktur modal.

Berdasarkan uraian di atas, teori keagenan memiliki relevansi untuk digunakan dalam upaya mengkaji hubungan kebijakan dividen dengan *leverage* dalam upaya menekan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer perlu memperbaiki kinerja perusahaan dan merespon positif kepentingan para pemegang saham melalui peningkatan investasi dengan tujuan menekan *free cash flow*, meningkatkan pembayaran dividen, dan menggunakan hutang untuk kepentingan perusahaan.

Biaya kebangkrutan (*Bankruptcy Cost*)

Disamping biaya keagenan, keberadaan biaya kebangkrutan juga diyakini dapat memaksimalkan struktur pendanaan. Kraus & Litzenberger (1973) berpendapat bahwa ada *trade-off* antara manfaat pajak dari pendanaan hutang dengan biaya kebangkrutan yang diharapkan. Rasio hutang optimum dicapai ketika marjinal pajak pendapatan dari pendanaan hutang sama dengan marjinal biaya kebangkrutan yang diharapkan. Kraus & Litzenberger (1973) menjelaskan meningkatnya pendanaan oleh hutang akan meningkatkan peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan.

Peningkatan hutang juga akan meningkatkan risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan (Masulis, 1983). Senada dengan risiko keuangan ini, studi Panno (2003) menunjukkan bahwa risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan memiliki hubungan positif yang signifikan dengan penerbitan ekuitas, yang berarti semakin meningkatnya risiko keuangan maka pendanaan dengan hutang bukanlah menjadi prioritas perusahaan.

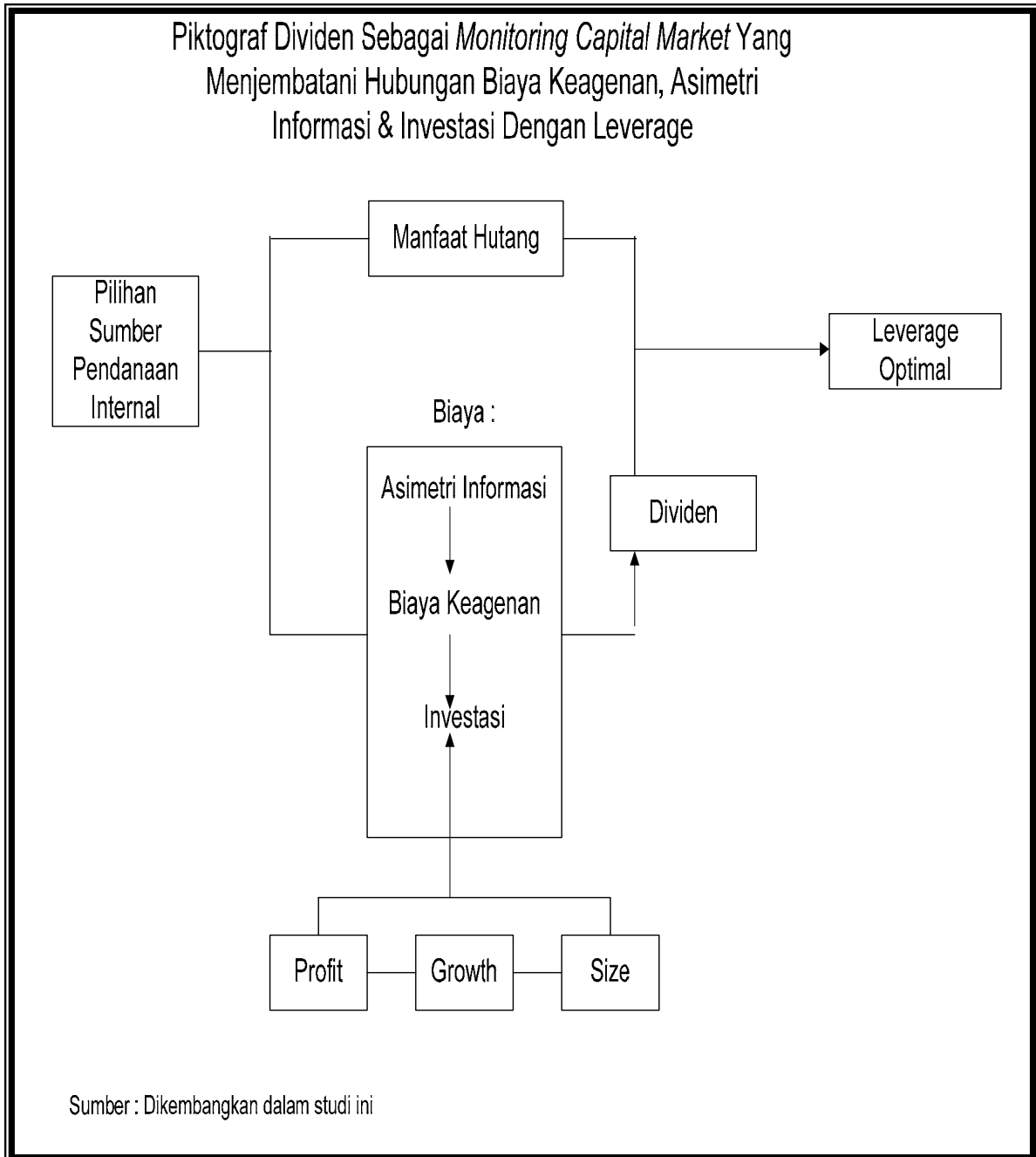
Studi Ju *et al* (2005) menunjukkan bahwa peluang kebangkrutan berpengaruh positif terhadap *leverage* optimal, sedangkan biaya kebangkrutan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Ini menegaskan bahwa keputusan pendanaan tergantung pada peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan yang diharapkan. Lebih jauh lagi, Ju (2005) menunjukkan bahwa rasio hutang yang optimal dapat dicapai ketika marjinal pajak penghasilan dari pendanaan hutang sama dengan marjinal kerugian dari biaya kebangkrutan yang diharapkan. Implikasi dari pendapat Kraus & Litzenberger (1973), dan Ju (2005) ini bahwa **semakin tinggi biaya kebangkrutan akan semakin rendah tingkat *leverage***.

Dari berbagai penjelasan dan telaah pustaka yang telah dipaparkan di atas mengenai hubungan kehadiran informasi asimetris, biaya keagenan dan kebijakan dividen, maka dapatlah diajukan proposisi pada studi ini, sebagai berikut:

Proposisi 3: *Karena adanya penyebaran keputusan dan risiko, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya sehingga mereka menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan namun untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan dan mekanisme pembayaran dividen akan menekan atau mengurangi masalah keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi sumberdaya yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Implikasinya semakin tinggi kepemilikan insider dalam perusahaan semakin rendah tingkat leverage perusahaan. Pembayaran dividen menjembatani (intervening) pengaruh biaya keagenan, informasi asimetris dan investasi pada leverage.*

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang telah diuraikan di atas, maka hubungan proposisi 3 secara piktografis dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 2.4



2.6 Pandangan Kontingensi

Pandangan teori kontingensi menyatakan keberhasilan strategi organisasi sangat bergantung pada kemampuan organisasi untuk mengadaptasi lingkungan (Jones, 2001). Kesesuaian strategi dengan kemampuan adaptabilitas lingkungan akan berdampak pada peningkatan kinerja berkelanjutan organisasi. Sufian (2006) memaparkan bahwa dipandang dari teori sistem organisasi, kesesuaian strategi organisasi dengan kemampuan adaptabilitas lingkungan akan mendorong organisasi menjadi suatu sistem terbuka. Dengan sistem terbuka tersebut dapat diciptakan alternatif-alternatif inovasi yang lebih baik dan lebih kreatif. Lebih lanjut dijelaskan, dalam sistem terbuka organisasi dapat berinteraksi dengan lingkungan sebagai fasilitas terjadinya *generative learning* yang dapat mendorong organisasi untuk meningkatkan kompetensi dalam upaya mempengaruhi struktur industri atau struktur pasar. Struktur pasar ditentukan oleh struktur industri²⁹ yang terbentuk dari organisasi yang bersaing, homogenitas produk dan biaya *exit* dan *entry* (Salvatore, 2004; Baye, 2006).

Struktur pasar yang dihadapi organisasi dapat bercorak monopoli, oligopoli atau sampai pada bentuk persaingan monopolistik. Struktur pasar ini akan mempengaruhi tingkat intensitas persaingan. Struktur pasar merupakan lingkungan usaha yang dinamis dapat bersifat *turbulent* dengan tingkat hostilitas, volatilitas, dan kompleksitas yang beragam. Struktur pasar *turbulent* memiliki karakteristik tidak stabil dan tidak dapat diprediksi karena pesaing setiap saat dapat masuk ke dalam dan/atau keluar dari industri (Aveni, 1994). Ciri struktur pasar dengan derajat hostilitas tinggi ditunjukkan oleh persaingan industri yang sangat tajam (*low concentration industry*), sedangkan struktur

²⁹ Baye (2006); Struktur industri lebih menunjuk kepada sekumpulan produsen atau perusahaan yang menghasilkan produk relatif sama, sedangkan struktur pasar menunjuk kepada interaksi antara produsen dengan konsumen. Kedua istilah ini seringkali dipertukarkan.

pasar yang berderajat volatilitas tinggi ditandai dengan adanya perubahan dan kecepatan perubahan industri yang sangat drastis (*marginal firms industry*).

Struktur pasar yang dihadapi oleh sebagian besar organisasi dewasa ini adalah struktur pasar yang bercorak mendekati persaingan sempurna (Aveni, 1994) atau *low concentration industry* (Baye, 2006). Struktur pasar ini bercirikan keleluasaan kontraksi masuk ke dalam atau keluar dari industri. Semua produk atau jasa yang ditawarkan diasumsikan identik/homogen, dan para pelaku ekonomi tidak dapat mempengaruhi harga (Salvatore, 2004; Baye, 2006). Dalam struktur pasar semacam ini, pelanggan diasumsikan memiliki preferensi yang sama (*elastic demand curve*) sehingga keputusan yang dibuat oleh organisasi adalah keputusan mengenai output bukan keputusan mengenai harga. Perusahaan sebagai organisasi akan selalu berusaha meningkatkan “snob”³⁰ atau “uniqueness” melalui riset pasar dan pengembangan produk-produk baru yang berbeda dengan produk kompetitor, sehingga tercapai derajat keunikan yang tinggi untuk menciptakan hambatan masuk (*barrier to entry*) ke dalam industri. Setiap perusahaan secara individual atau berkelompok akan mempertahankan inelastisitas kurva permintaan produknya secara berdiri sendiri. Tindakan ini mengakibatkan kompetitor akan mengalami kesulitan dalam mengurangi kekuatan inelastisitas kurva permintaan produknya, walaupun dengan diferensiasi produk lewat inovasi, pengembangan *brand image* ataupun melakukan aktivitas *comparative advertising* (Sexton, et al, 1992 dalam Sufian, 2006). Aveni (1994) menganjurkan bahwa dalam menghadapi persaingan industri yang dinamis (dinamika lingkungan) demikian diperlukan kerjasama dalam *corporate strategy* untuk mengurangi tingkat persaingan.

³⁰ *Snob effect* menunjuk kepada suatu situasi dimana sejumlah konsumen yang berusaha untuk tampil berbeda dan eksklusif dengan meminta lebih sedikit komoditi-komoditi yang banyak diminta orang (Salvatore, 2004). Keadaan sebaliknya dari *snob* adalah *bandwagon effect* (*fashionable* atau ikut-ikutan).

Strategi organisasi yang berorientasi pada kekuatan pasar (*market based view*) dapat memperoleh laba ekonomi di atas normal (*abnormal profit*) dengan meningkatkan atau mempertahankan ketidakelestarian permintaan produk dalam persaingan. Posisi pasar ini bersumber pada kekuatan monopoli, *barrier to entry* dan kekuatan tawar menawar. Bila organisasi memperoleh kekuatan dalam persaingan melalui strategi bisnisnya maka posisi pasar menjadi kuat dan organisasi akan memperoleh laba monopoli sebagai *infra marginal firm*. Laba ekonomi yang berkelanjutan dapat diperoleh bila organisasi mampu menciptakan *barrier to entry* melalui *collusive arrangement* (Macsimovic, 1988; Lord & Farr, 2003) dan kerjasama *corporate strategy* (Aveni, 1994).

Persaingan global mendorong banyak organisasi mengadakan aliansi jangka panjang sebagai bentuk *collusive arrangement* dengan distributor, pemasok, pengecer, dan organisasi lain baik dari perspektif pembeli (pendekatan *downstream*) maupun pemasok (pendekatan *upstream*). Tujuan aliansi tersebut berupa penawaran produk atau jasa yang lebih murah dengan kualitas yang baik dan untuk memperoleh hak penggunaan rancang-bangun serta perluasan peningkatan pelayanan konsumen. Hamel (1991) menyebutkan bahwa untuk menghadapi persaingan global banyak perusahaan atau organisasi bergabung dengan perusahaan asing melalui *joint venture*. Dengan *joint venture* ini perusahaan asing akan mudah menghilangkan *barrier to entry* dari perusahaan domestik. Sedangkan perusahaan domestik dapat menikmati proses pembelajaran organisasional dengan perusahaan asing atau sebaliknya. Perusahaan yang mengadakan *joint venture* merupakan perusahaan yang dapat bersifat multinasional, transnasional, atau perusahaan internasional. Kerjasama yang dilakukan berada dalam pengendalian serta pengawasan perusahaan baru yang dibentuk oleh perusahaan asing atau domestik.

Namun, bentuk *collusive arrangement* ataupun kerjasama dalam *corporate strategy* tersebut, akan meningkatkan biaya transaksi dalam aliansi berkaitan dengan *opportunistic behavior* dan *moral hazard* (Jensen & Meckling, 1976). Biaya transaksi ini timbul karena ketidakpatuhan partner terhadap apa yang dikehendaki oleh perusahaan prinsipal. Douglas & Ryman (2003) menjelaskan bahwa untuk memperoleh kepemimpinan biaya yang berkaitan dengan *opportunistic behavior* diperlukan aksi-aksi strategi dalam pengembangan dan *sharing* kompetensi. Aksi strategi tersebut berkaitan dengan penyesuaian tingkat portfolio sumberdaya sehingga diperoleh kombinasi optimum yang dapat menghasilkan posisi skala ekonomis (*economics of scale*) dan cakupan ekonomis (*economics of scope*) atas biaya proses, biaya transaksi, dan biaya-biaya lainnya. Portfolio sumberdaya tersebut merupakan sumber keunggulan bersaing potensial yang dapat membantu perusahaan dalam mencari atau menempatkan posisi efektif perusahaan dalam industri (Prahalad & Hamel, 1995; dan Barney, 1991).

Porter (1991) menjelaskan bahwa untuk memperoleh keberhasilan usaha, ada dua komponen kunci yang diperlukan, yaitu kompetensi inti dan struktur industri. Intinya, perusahaan sebagai organisasi tidak hanya mengembangkan kompetensi inti saja untuk memperoleh posisi tawar dalam industri, namun perusahaan harus aktif dalam mempengaruhi struktur industri dan struktur pasar dengan melakukan *creative destruction* melalui diferensiasi produk, atau kreativitas yang dapat melahirkan inovasi produk (Douglas *et al*, 2003), sebagai “isolatic mechanism” yang dapat memperkokoh *barrier to entry*, memperoleh laba ekonomi berkelanjutan, memperbesar *market share*, dan meningkatkan kinerja keuangan dan *market valuation* saham perusahaan.

Argumentasi dari pandangan kontingensi yang menganggap organisasi berada pada sistem terbuka berinteraksi dengan lingkungannya harus membangun kekuatan *financial leverage* untuk mengatasi kompleksitas persaingan dinamis lingkungan industri. Dengan memahami karakteristik dinamika lingkungan industri, organisasi akan lebih mudah mengendalikan *product market behavior* dimana struktur modal menjadi pilihan strategi yang mempengaruhi persaingan antar organisasi.

Studi empiris tentang keuangan korporasi yang dikaitkan dengan faktor lingkungan internasional telah banyak dilakukan pada dua dekade terakhir ini. Faktor lingkungan internasional yang mempengaruhi adalah: risiko pergerakan nilai tukar, risiko politik (Jeff Madura, 1997; Lee & Kwok, 1988; MacKie-Mason, 1990; Burgman, 1996; Wald, 1999), perbedaan tingkat pajak (Robin & Stobaugh 1972; Myers, 1977; Ferri & Jones, 1979; DeAngelo & Masulis, 1980; Bradley *et al*, 1984; Sekely & Collins, 1988), dan struktur pasar atau pasar yang tidak sempurna (Sullivan, 1974; Kim & Lyn, 1986; Titman & Wessels, 1988; Raviv, 1988; Maksimovic, 1988; Stenbacka, 1994; Kovenock & Phillips, 1997; Lord & Farr, 2003).

Studi Kovenock & Phillips (1997) menunjukkan bahwa variabel organisasi industri seperti struktur industri memungkinkan kita untuk melakukan pengujian hipotesis struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh persaingan diantara perusahaan-perusahaan yang ada di dalam suatu industri. Mereka melihat bahwa struktur industri memiliki implikasi penting terhadap *leverage* perusahaan. Hubungan tingkat *leverage* dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Perusahaan-perusahaan yang berada pada industri yang berderajat konsentrasi tinggi kurang termotivasi untuk melakukan rekapitalisasi dan cenderung mengurangi investasinya.

Namun perusahaan rival akan meningkatkan investasinya ketika pangsa pasar perusahaan *leverage* tinggi. Model Kovenock & Phillips (1997) ini menunjukkan bagaimana dimensi variabel organisasi industri seperti permintaan industri, harga, struktur industri, produktivitas dan variabel struktur modal berpengaruh pada keputusan investasi perusahaan. Mereka berasumsi bahwa perubahan struktur modal berinteraksi dengan variabel organisasi industri mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Signifikansi dari utilisasi kapasitas, produktivitas, permintaan dan penawaran industri, serta konsentrasi industri akan menyebabkan perubahan struktur modal jangka panjang (Sullivan, 1974; Kim & Lyn, 1986; Harris & Raviv, 1991; Akhtar, 2005).

Bhattacharya (2002) mengungkapkan beberapa faktor domestik yang signifikan mempengaruhi persaingan pasar produk dalam suatu industri, diantaranya intensitas modal, intensitas iklan, dan ukuran pasar atau konsentrasi industri. Menurut analisis *Structure-Conduct-Performance* atau *SCP Paradigm*³¹, menunjukkan bahwa industri yang berderajat konsentrasi tinggi (*market power*) memunculkan perilaku monopolistik atau oligopolistik, sehingga menciptakan laba monopoli dan meniadakan persaingan pada industri tersebut. Dalam terminologi ekonomi dan ilmu manajemen tingkat persaingan ini disebut sebagai struktur industri atau struktur pasar (Baye, 2006). Struktur industri ditentukan oleh beberapa faktor antara lain: jumlah perusahaan dalam industri, kemampuan perusahaan dalam mengendalikan harga dan keleluasaan perusahaan masuk dan keluar dari industri. Berbagai proksi digunakan untuk mengukur struktur industri, diantaranya: CR-4, CR-8, indeks Herfindahl-Hirschman, dan indeks Rothschild.

³¹ Baye, Keat & Young mendefinisikan paradigma S-C-P sebagai kerangka pikir dalam menganalisis suatu industri yang melibatkan struktur industri atau tingkat persaingan, bagaimana perusahaan-perusahaan berperilaku, dan kinerja industri tersebut dalam menyediakan barang dan jasa yang bermanfaat bagi masyarakat. Bhattacharya menggunakan model $CR = \Omega_0 + \Omega_1(\text{Invested Capital}) + \Omega_2(\text{R\&D Expenses}) + \Omega_3(\text{Advertising Expenses}) + \Omega_4(\text{EAT/Sales})$.

Sementara *Conduct* ditentukan oleh kemampuan perusahaan mempengaruhi keseimbangan pasar melalui strategi-strategi bisnis yang dijalankan, seperti keunggulan biaya dan mutu, biaya investasi (R&D), diferensiasi produk, akses pada bahan baku atau sumberdaya, keputusan iklan optimal (*informational versus comparative advertising*) yang dirancang untuk membedakan merek produk perusahaan dari merek perusahaan lain, dan kemampuan perusahaan memperoleh *excess return* melalui strategi harga seperti *mark-up pricing* atau *collusive arrangement* dan aktivitas integrasi dan merger. Proksi-proksi yang digunakan para periset industri diantaranya Indeks Lerner³² dan keunikan produk atau *uniqueness*³³.

Kinerja industri atau *performance* ditentukan oleh keberhasilan perusahaan-perusahaan memberikan nilai bagi kesejahteraan ekonomi masyarakat atau industri; seperti keadilan dan kelangsungan dalam mendistribusikan output atau laba, pemanfaatan sumberdaya produksi yang efisien. Ukuran yang digunakan diantaranya surplus konsumen dan produsen, dan indeks Dansby-Willig³⁴. Periset ekonomi industri menjelaskan bahwa untuk menganalisis industri sebaiknya pengukuran variabel organisasi industri yang reliabel melibatkan integrasi ketiga komponen model S-C-P.

Studi empiris Lord & Farr (2003) mengkonfirmasi hipotesis bahwa *leverage* dipengaruhi positif oleh elastisitas permintaan terhadap harga produk. Besaran elastisitas permintaan terhadap harga produk dalam konteks ekonomi mikro mencerminkan tingkat persaingan pasar produk. Industri bersaing yang memperoleh laba normal (*marginal firms*) terwakili oleh tingginya besaran elastisitas permintaan harga produk, sebaliknya

³² Indeks Lerner merupakan rasio margin laba per unit terhadap harga produk. Fischer (1987) menggunakan rasio laba terhadap penjualan, sebagai proksi indeks Lerner.

³³ Kim & Lyn (1986), Titman & Wessels (1988) dan Burgman (1996); Unique= (R&D + Adv Expenses)/Sales.

³⁴ Indeks ranking industri berdasarkan peningkatan kesejahteraan sosial karena meningkatnya output industri.

industri yang terkonsentrasi pada dominasi beberapa atau sedikit perusahaan besar (*infra marginal firms*³⁵) cenderung memiliki besaran elastisitas permintaan harga produk yang rendah (Salvatore, 2004; Baye, 2003). Berdasarkan studi Lord & Farr (2003) ini, dapat dipostulasikan kecenderungan semakin rendah konsentrasi pasar produk (semakin elastis permintaan produk terhadap harga), semakin tinggi *leverage*. Sementara, Lindenberg & Ross (1981), Kim & Lyn (1986), dan Fischer (1987) yang menggunakan proksi *Indeks Lerner*³⁶ sebagai ukuran kemampuan perusahaan memperoleh *excess return (monopoly power)*, menunjukkan hasil Indeks Lerner berkorelasi negatif dengan tingkat *leverage*. Studi mereka diperkuat oleh Israel (1992), yang berargumen bahwa manajer yang mampu mengoperasikan aset-aset perusahaan dengan baik akan menggunakan *leverage* yang rendah (konsisten dengan Titman & Wessels, 1988; bahwa *leverage* berkorelasi negatif dengan profitabilitas perusahaan), dan perusahaan yang menghadapi persaingan yang tinggi cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi. (Bandingkan studi Lord & Farr, 2003).

Namun, Tirole (1988), Shapiro (1989), dan Allen *et al.* (1994) melalui studi empiris mereka berargumen bahwa efek strategis struktur modal akan mempengaruhi perilaku investasi perusahaan rival dimana peningkatan hutang perusahaan berkorelasi positif dengan keputusan investasi dan profitabilitas perusahaan itu sendiri, namun diperkirakan berpengaruh negatif pada laba dan perilaku investasi perusahaan rival untuk melakukan rekapitalisasi. Efek investasi strategis ini didasarkan pada *pecking order theory* yakni perusahaan-perusahaan yang memaksimalkan laba yang menghadapi persaingan harga,

³⁵ Istilah lain *monopoly power* untuk perusahaan-perusahaan besar yang mampu menciptakan *industrial barriers to entry* sehingga karena kemampuan tersebut mereka dapat memperoleh dan mempertahankan laba ekonomi di atas normal dalam jangka panjang. Lawan dari *infra marginal firms* adalah *marginal firms*, yakni perusahaan-perusahaan yang hanya memperoleh laba normal saja dalam jangka panjang (*lihat* Evan J Douglas, 1995; *Managerial Economics*, USA: Prentice-Hall,inc.)

³⁶ Berger & Patti (2003) menggunakan Indeks Herfindahl untuk mengukur konsentrasi industri dan efisiensi profit sebagai substitusi indeks Lerner.

keberadaan hutang diharapkan meningkatkan laba perusahaan, menurunkan *own investment* perusahaan, dan mendorong perilaku perusahaan rival untuk meningkatkan investasinya, *vice versa*.

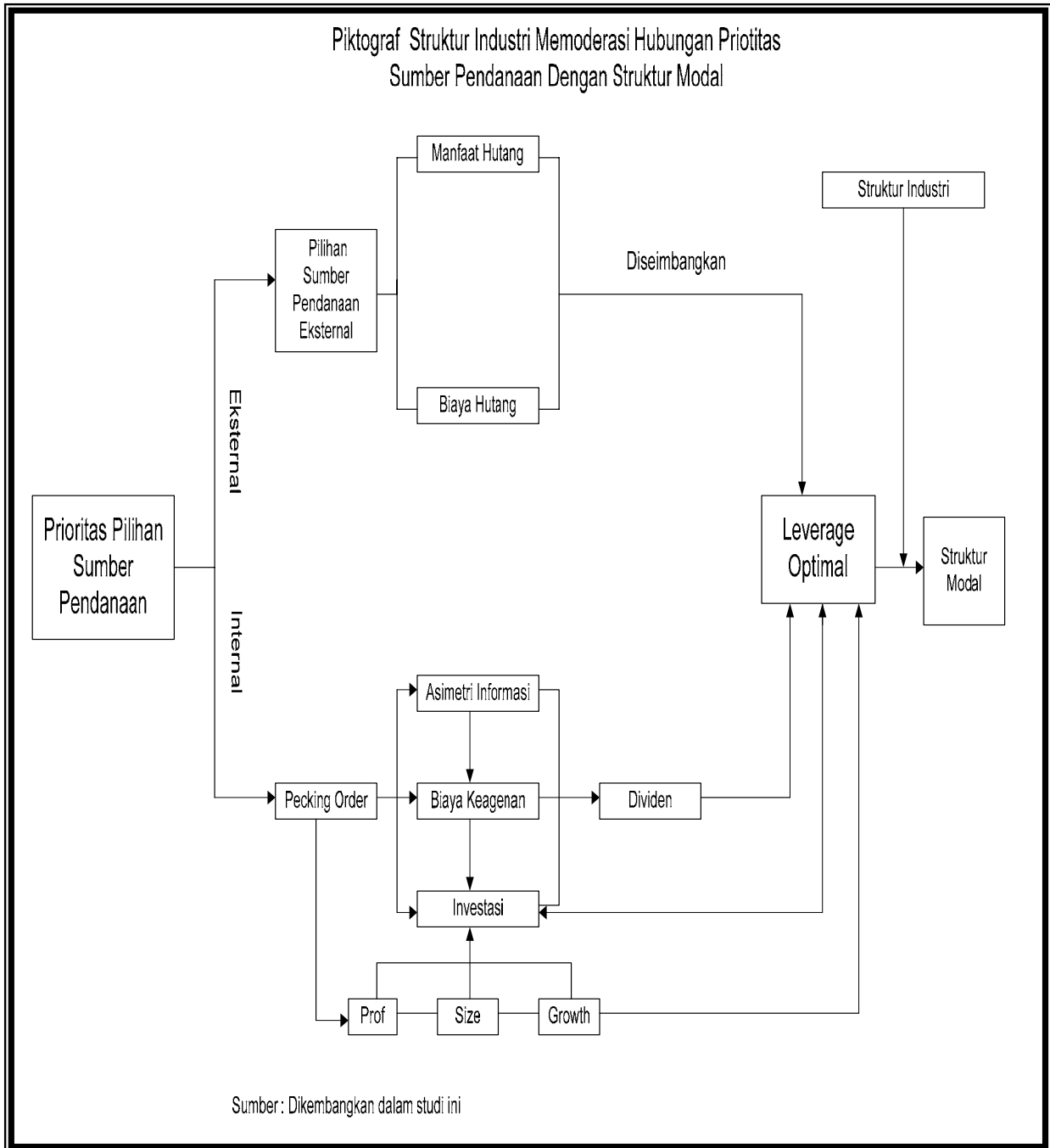
Baskin (1989) dan Fama *et al* (2000) dalam model *pecking order theory* menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki *leverage* yang tinggi, dimana semakin besar kesempatan investasi semakin besar perusahaan menggunakan dana eksternal, khususnya hutang apabila dana internal tidak mencukupi. Pendapat ini mendukung pendapat Ross (1977) yang mengatakan bahwa interaksi antara investasi dengan struktur modal mengakibatkan profitabilitas berpengaruh positif pada *leverage*. Namun bila dikaitkan dengan studi Kovenock & Phillips (1997) secara implisit hubungan tingkat *leverage* dengan investasi perusahaan akan signifikan dengan keberadaan variabel organisasi industri atau konsentrasi industri, yakni ketika industri semakin terkonsentrasi.

Dari pendapat Harris & Raviv (1991), Israel (1992), Kovenock & Phillips (1997), serta Akhtar (2005) dapat diajukan proposisi pada studi ini, seperti dibawah ini,

Proposisi 4: *Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh persaingan diantara perusahaan-perusahaan yang ada di dalam suatu industri. Interaksi struktur modal dengan variabel organisasi industri dapat memberikan pengaruh pada perubahan pengeluaran investasi perusahaan, dan sebaliknya perubahan pengeluaran investasi yang dipengaruhi oleh variabel organisasi industri akan mempengaruhi perubahan leverage perusahaan. Implikasi penting variabel organisasi industri seperti struktur industri pada leverage perusahaan; bahwa hubungan tingkat leverage dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi.*

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang telah diuraikan di atas, maka hubungan proposisi 4 secara piktografis dapat digambarkan sebagai berikut:

GAMBAR 2.5



2.7 Struktur Modal dan *Equity Market Timing* Dalam Pasar Modal Dinamis

Baker dan Wurgler (2002), demikian juga Strebulaev (2003) memberikan corak baru yang menjadi aspek penting bagi perkembangan riset keuangan korporasi, dengan merekonsiliasi konflik perdebatan hasil-hasil studi tentang struktur modal optimal yang timbul karena perbedaan pendekatan, antara model statis komparatif dan model dinamis. Dalam studinya, mereka mereferensikan hubungan antara model empiris *cross-sectional* struktur modal dengan model dinamis keputusan pendanaan, yang mengakumulasi penyesuaian struktur modal ke tingkat *optimal financing* dari waktu ke waktu, yakni model *equity market timing* atau model *market valuation*. Sementara Strebulaev (2003), menyebutnya *calibrated dynamic model* atau *refinancing dynamic model*. Kerangka kerja studi mereka mampu menjelaskan sejumlah observasi yang selama ini menjadi teka-teki diseperti determinan struktur modal. Hasil studi mereka menyarankan suatu pemikiran ulang (*rethinking*) tentang metodologi pengujian struktur modal.

Istilah *equity market timing* dalam keuangan korporasi merupakan praktek menerbitkan sekuritas pada harga tinggi, dan membeli kembali sekuritas pada harga rendah (Baker & Wurgler, 2002). Sedangkan Downes & Goodman (1991), mendefinisikan *market timing* sebagai keputusan tentang kapan harus membeli atau menjual sekuritas, dengan mempertimbangkan faktor-faktor ekonomi seperti kekuatan ekonomi, arah dari suku bunga, atau berdasarkan indikasi teknis seperti arah dari harga saham dan volume perdagangan. Para investor dan manajer dalam dana bersama dapat melaksanakan *market timing* dengan beralih dari suatu dana saham ke dana obligasi kemudian ke dana pasar uang dan kembali lagi ke dana saham, sejalan dengan bagaimana harapan pasar berubah.

Ada dua versi tentang *equity market timing*, yakni pertama, versi dinamis dari Myers & Majluf (1984), dengan asumsi manajer dan investor yang rasional. Versi ini beranggapan bahwa perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas daripada hutang pada saat ketika investor sangat antusias tentang prospek *earning* perusahaan. Versi kedua, manajer berfikir bahwa investor tidak rasional, dan menaikkan ekuitas ketika biaya ekuitas murah. Hal ini mengindikasikan variasi dari persepsi manajer tentang *misvaluation*. Inti dari kedua versi *market timing* bagi investor dan manajer perusahaan korporasi adalah bahwa mereka percaya dapat membuat keputusan *time the market*.

Menurut Baker & Wurgler (2002), *market timing* berpengaruh besar dan *persistent* pada struktur modal. Temuan utama studinya menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage rendah akan menambah dana ketika *market valuation* tinggi, sementara perusahaan dengan leverage tinggi akan menambah dana ketika *market valuation* rendah. *Market valuation* diukur melalui rasio *market-to-book equity* (M/B). Kaitan *equity market timing* dengan struktur modal pada studi Baker & Wurgler (2002) dieksplisitkan dengan adanya pengaruh signifikan negatif M/B pada leverage melalui penerbitan ekuitas. Sementara pada *calibrated dynamic trade-off model* dari Rajan & Zingales (1995), Fama & French (2002), ditunjukkan bahwa *market valuation* (sebagai indikator bagi peluang investasi dan biaya kebangkrutan) yang tinggi, akan mengakibatkan manajer mengurangi leverage untuk menghindari penerbitan ekuitas masa mendatang. Demikian juga Zwiebel (1996), menyatakan bahwa *market valuation yang tinggi* mendorong manajer menerbitkan ekuitas, dan menolak pembiayaan dengan hutang seperlunya untuk memperbaiki *target leverage optimum*. (Bandingkan *refinancing points* menurut Strebulaev, 2003).

2.8 Determinan Struktur Modal Perusahaan Multinasional

Perusahaan multinasional adalah perusahaan yang mempunyai fasilitas produksi atau aktiva tetap lainnya di paling sedikit satu negara dan terlibat dalam suatu bisnis internasional dan berbasis usaha mulai dari kegiatan produksi sampai dengan kegiatan pemasaran dalam konteks ekonomi global. Sedangkan perusahaan domestik adalah perusahaan yang basis usahanya hanya mencakup kegiatan usaha di dalam negeri. Dalam keuangan, banyak masalah yang dihadapi perusahaan multinasional seperti pembayaran dividen dalam mata uang lain, melindungi modal kerja terhadap risiko devaluasi, atau memilih antara memiliki atau memberi lisensi. Disamping risiko valuta asing dan risiko bisnis tertentu karena beroperasi dalam lingkungan yang asing, masih ada bayangan dari risiko yang bersifat politis, dimana pemerintah yang berkuasa ikut campur dalam operasi atau bahkan menghentikan operasi bisnisnya sama sekali (Czinkota *et al*, 1994).

Dibandingkan dengan perusahaan domestik yang beroperasi di dalam lingkup ekonomi satu negara, perusahaan multinasional yang melakukan afiliasi bisnis kompleks dengan banyak negara memiliki peluang untuk meraih lebih banyak hutang (*external borrowing and borrowing from the parent*), dan mampu mempertahankan rasio hutang optimalnya (Desai *et al*, 2004). Disamping itu perusahaan multinasional memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi sehingga memiliki peluang investasi yang lebih besar daripada perusahaan domestik, tentunya peluang ini pula yang memungkinkan struktur modal perusahaan multinasional akan berbeda dengan perusahaan domestik. Namun sebagaimana telah dijelaskan sebelumnya, bahwa hutang yang semakin besar akan menambah risiko keuangan dan peluang kebangkrutan yang tinggi, maka perusahaan multinasional diperkirakan akan memiliki peluang kebangkrutan

yang lebih tinggi daripada perusahaan domestik. Oleh karena itu nilai perusahaan multinasional akan ditentukan oleh keputusan *leverage* optimal yang dibuat.

Pada dasarnya, perbedaan antara struktur modal perusahaan domestik dan perusahaan multinasional disamping disebabkan oleh pengaruh lingkungan luar, seperti perbedaan nilai kurs, kondisi politik negara, perbedaan tingkat pajak, pasar yang tidak sempurna atau situasi persaingan industri, dan lain-lain, juga disebabkan oleh dua determinan struktur modal perusahaan, yakni biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Jika biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka tingkat rasio hutang akan menurun. Biaya keagenan perusahaan multinasional lebih besar daripada perusahaan domestik karena menghadapi *agency problem* yang lebih besar. Oleh karena itu, biaya keagenan perusahaan multinasional akan lebih tinggi dan rasio hutang perusahaan multinasional akan menurun. Sebagaimana ditunjukkan Jensen & Meckling (1976) bahwa biaya keagenan dan tingkat *leverage* memiliki hubungan yang negatif, maka diharapkan tingkat *leverage* perusahaan multinasional akan lebih rendah daripada perusahaan domestik.

Lee & Kwok (1988), Fatemi (1988), demikian juga Burgman (1996) menunjukkan *leverage* perusahaan multinasional lebih rendah dibandingkan perusahaan domestik. Mereka mengungkapkan tingginya biaya keagenan hutang akibat risiko politik, ketidaksempurnaan pasar, dan kompleksitas operasi internasional yang dihadapi perusahaan multinasional mengakibatkan rasio hutang perusahaan multinasional lebih rendah dibanding perusahaan domestik. Namun, studi Akhtar (2005) menunjukkan *leverage* perusahaan multinasional tidak berbeda nyata dengan perusahaan domestik. Studi empiris senada yang dilakukan oleh Vera *et al* (2005) di Indonesia menunjukkan *leverage* perusahaan multinasional berbeda nyata dengan perusahaan domestik.

Kuo & Wang (2005) menyatakan bahwa perusahaan multinasional memiliki derajat internasionalisasi yang tinggi, sehingga memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi, dan memiliki peluang investasi yang lebih besar daripada perusahaan domestik. Hal ini karena perusahaan multinasional memiliki sumber pendapatan lebih dari satu dan peluang bisnis yang lebih baik di negara tertentu (Chen *et al*, 1997; Desai *et al*, 2004). Di sisi lain, Eiteman *et al* (1994) mengungkapkan bahwa tingkat *leverage* multinasional lebih tinggi daripada tingkat *leverage* perusahaan domestik. Alasannya, dengan melakukan diversifikasi arus kas secara internasional perusahaan multinasional akan mengurangi variabilitas arus kasnya, sehingga menyebabkan rendahnya risiko bisnis dan biaya kebangkrutan. Risiko bisnis dan peluang kebangkrutan yang rendah ini menyebabkan kesempatan perusahaan multinasional untuk menggunakan hutang yang tinggi.

Kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan dan dividen yang dibuat. Dari hasil penelitian Gaver & Gaver (1993), Skinner (1993), Kallapur & Trombley (1999), Imam Subekti & Indra Wijaya (2000) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai *leverage* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi risiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Selain itu Jensen (1986), Gaver & Gaver (1993) membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh memberikan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan tidak tumbuh, karena laba ditahan yang dihasilkan perusahaan sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang tumbuh menganut teori *contracting* yang mengutamakan kebijakan perusahaan untuk meningkatkan nilai

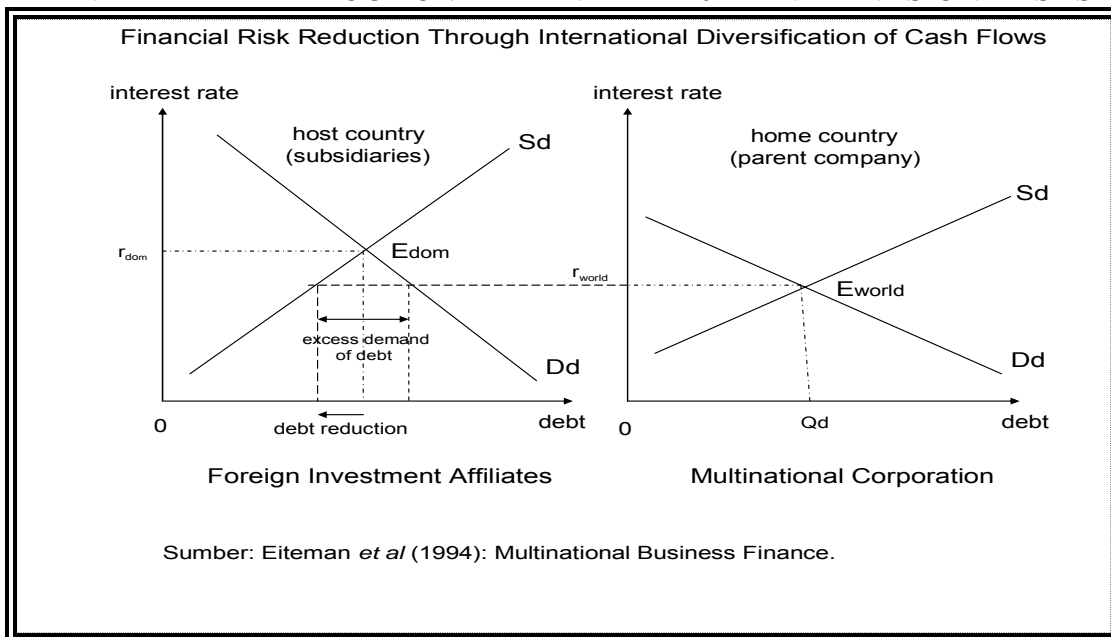
perusahaan. Dengan mengasumsikan perusahaan multinasional sebagai perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi maka perusahaan multinasional diharapkan memberikan dividen yang lebih rendah dari pada perusahaan domestik. Penentuan kebijakan pendanaan dan dividen menurut Barclay *et al* (1998) berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Dengan demikian kondisi perusahaan multinasional yang memiliki pertumbuhan yang tinggi kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar dividen karena perusahaan tidak banyak menggunakan sumber dana dari luar sehingga dana lebih banyak digunakan untuk mendanai investasi dan proyek-proyeknya. Fakta ini konsisten dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung membayar dividen yang rendah karena mereka memiliki kesempatan yang profitabel dalam mendanai investasinya secara internal.

Studi Voulgaris *et al* (2002), Ojah & Manrique (2005), Sayilgan *et al* (2006), menunjukkan hubungan positif pertumbuhan perusahaan dengan investasi. Semakin tinggi pertumbuhan semakin tinggi kesempatan investasi dengan efek total diharapkan berimplikasi pada rendahnya tingkat *leverage*. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah. Hal ini disebabkan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi, lebih mudah melakukan investasi dengan menggunakan dana dari pemegang saham atau *parent company*, sehingga tingkat *leverage* rendah. Implikasinya, *tingkat leverage perusahaan multinasional lebih rendah daripada perusahaan domestik*.

Sementara dari perspektif ukuran perusahaan, hasil studi Ozkan (2001), Bhaduri (2002), Mao (2003), Low & Chen (2004), Ojah & Manrique (2005), Gaud *et al* (2005),

Pao & Chih (2005), Akhtar (2005), Sayilgan *et al* (2006), Supanvanij (2006), Chen & Strange (2006) menunjukkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan kecil. Bukti empiris lain yang senada diantaranya ditunjukkan oleh Lee & Kwok (1988), Homaifar *et al* (1994), Rajan & Zingales (1995), Bevan & Danbold (2002). Oleh karena itu, *perusahaan yang besar memiliki hubungan yang positif dengan tingkat leverage*. Dengan demikian, perusahaan multinasional diharapkan memiliki ukuran perusahaan yang lebih besar daripada perusahaan domestik, dan memiliki kemampuan melakukan diversifikasi arus kas internasional yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Low & Chen, 2004), memperoleh manfaat *debt reduction* sehubungan dengan internasionalisasi (Kwok & Reeb, 2000), sehingga diharapkan perusahaan multinasional memiliki rasio hutang atas modal sendiri lebih rendah dibandingkan perusahaan domestik (Allen & Shaked, 1986; Lee & Kwok, 1988; Fatemi, 1988; Burgman, 1996; Kwok & Reeb, 2000).

GAMBAR 2.6
 MANFAAT *DEBT REDUCTION* KARENA DERAJAT INTERNASIONALISASI



Gambar 2.6 menjelaskan bahwa perusahaan multinasional *parent company* menerbitkan ekuitas di pasar ekuitas negara asal (*home country*) ketika tingkat suku bunga riil negara asal lebih rendah daripada tingkat suku bunga riil di negara-negara dimana penanaman modal asing dioperasikan. Rendahnya tingkat suku bunga *home country* ini signal meningkatnya harga-harga ekuitas di pasar ekuitas *home country*, sedangkan harga-harga ekuitas di pasar *host country* lebih rendah dari pada *home country*. Keadaan ini mendorong *parent company* meningkatkan investasi finansial di *home country* sehingga berpengaruh terhadap diversifikasi arus kas internasional dan mengurangi suplai kredit pada *subsidiaries*. Dengan pendekatan lain, di jelaskan bahwa ketika risiko bisnis *host country* lebih tinggi dibanding *home country* maka untuk mengurangi risiko keuangan atas diversifikasi *cash flow* internasionalnya; perusahaan multinasional *parent company* mengurangi suplai kreditnya di *host country*.

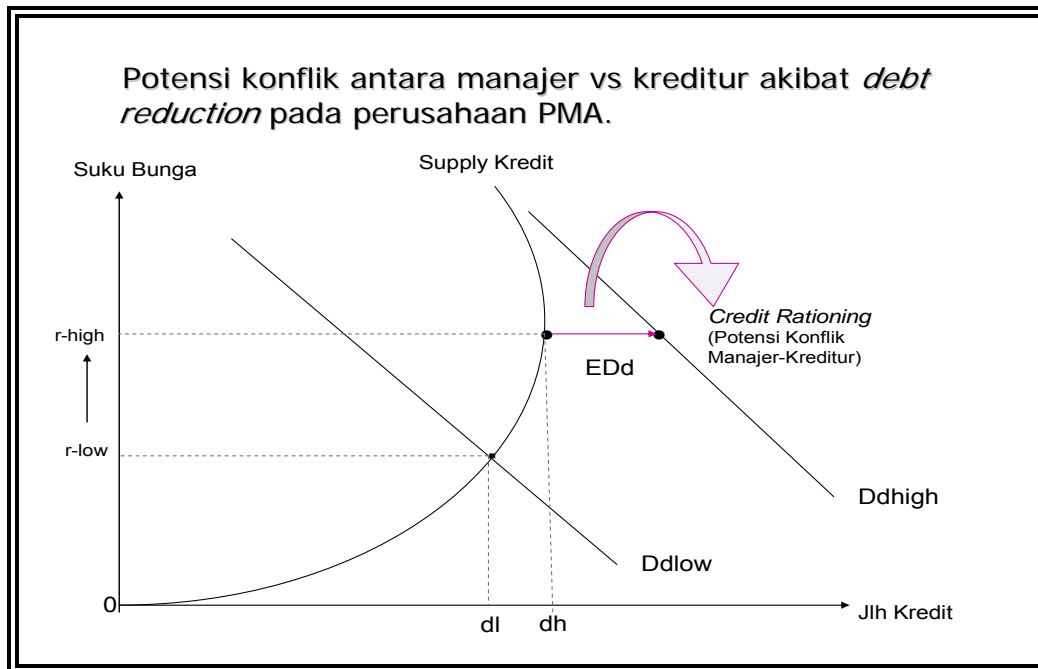
Czinkota *et al* (1994), mengemukakan bahwa perusahaan penanaman modal asing (PMA)³⁷ merupakan perwujudan aliran investasi langsung portofolio bisnis internasional dari perusahaan multinasional yang memiliki fasilitas produksi, dan membeli atau menerbitkan ekuitas pada pasar domestik negara lain, dengan tujuan memperluas pemasaran produk (*marketing factors*); efisiensi biaya produksi (*cost factors*), formasi modal dan teknologi, *barriers to trade*, mendapatkan iklim investasi yang aman dan nyaman, disamping mengharapkan profit lebih besar lagi yang dapat diperoleh dari afiliasi bisnisnya di *host country*. Oleh karena itu perusahaan PMA sebagai subsidiari perusahaan multinasional yang menghadapi situasi bisnis lebih kompleks daripada

³⁷ Pengertian PMA dalam studi ini adalah penanaman modal yang dimiliki oleh pihak asing dan digunakan untuk menjalankan perusahaan di negara tertentu. Perusahaan PMA sebagai anak perusahaan (*subsidiaries*) dari sebuah perusahaan multinasional yang berkedudukan kantor pusat di luar negeri melakukan kegiatan usaha mulai dari kegiatan produksi sampai dengan kegiatan pemasaran mencakup kegiatan ekonomi antar negara (nasional, bisnis internasional dan transnasional). Czinkota *et al* (1994) menyebut PMA sebagai *multinational corporate phenomenon*.

perusahaan domestik negara lain; diharapkan mampu mengelola aliran dana yang berasal dari para pemegang saham dan kreditur dengan baik.

Demikian juga dari perspektif biaya keagenan, perusahaan PMA sebagai *multinational corporate phenomenon* menghadapi persoalan keagenan yang lebih besar dari pada PMDN. *Debt reduction* pada PMA sebagai akibat *parent company* mengurangi risiko keuangannya melalui diversifikasi arus kas internasional, menimbulkan konflik kepentingan pihak manajemen dengan kreditur karena efek *credit rationing* yang berdampak pada kelebihan permintaan kredit perusahaan PMA (lihat Gambar 2.7):

GAMBAR 2.7



Gambar 2.7 menggambarkan pembatasan jumlah kredit yang dapat diberikan oleh pihak kreditur ketika permintaan kredit (hutang) meningkat menyebabkan kelebihan permintaan kredit (EDd) pada PMA, dengan tingkat suku bunga pinjaman lebih tinggi dari sebelumnya. Kondisi seperti ini mendorong pihak manajemen PMA mengurangi penggunaan hutang yang tinggi dan bertumpu pada daya profit yang dimiliki. Fakta ini

konsisten dengan *pecking order theory* bahwa PMA yang memiliki kesempatan profitabel mendanai investasinya secara internal. Demikian juga dengan teori keagenan Jensen & Meckling (1976) bahwa biaya keagenan dan tingkat *leverage* memiliki hubungan yang negatif, maka diharapkan tingkat *leverage* perusahaan penanaman modal asing (PMA) akan lebih rendah daripada perusahaan domestik (PMDN).

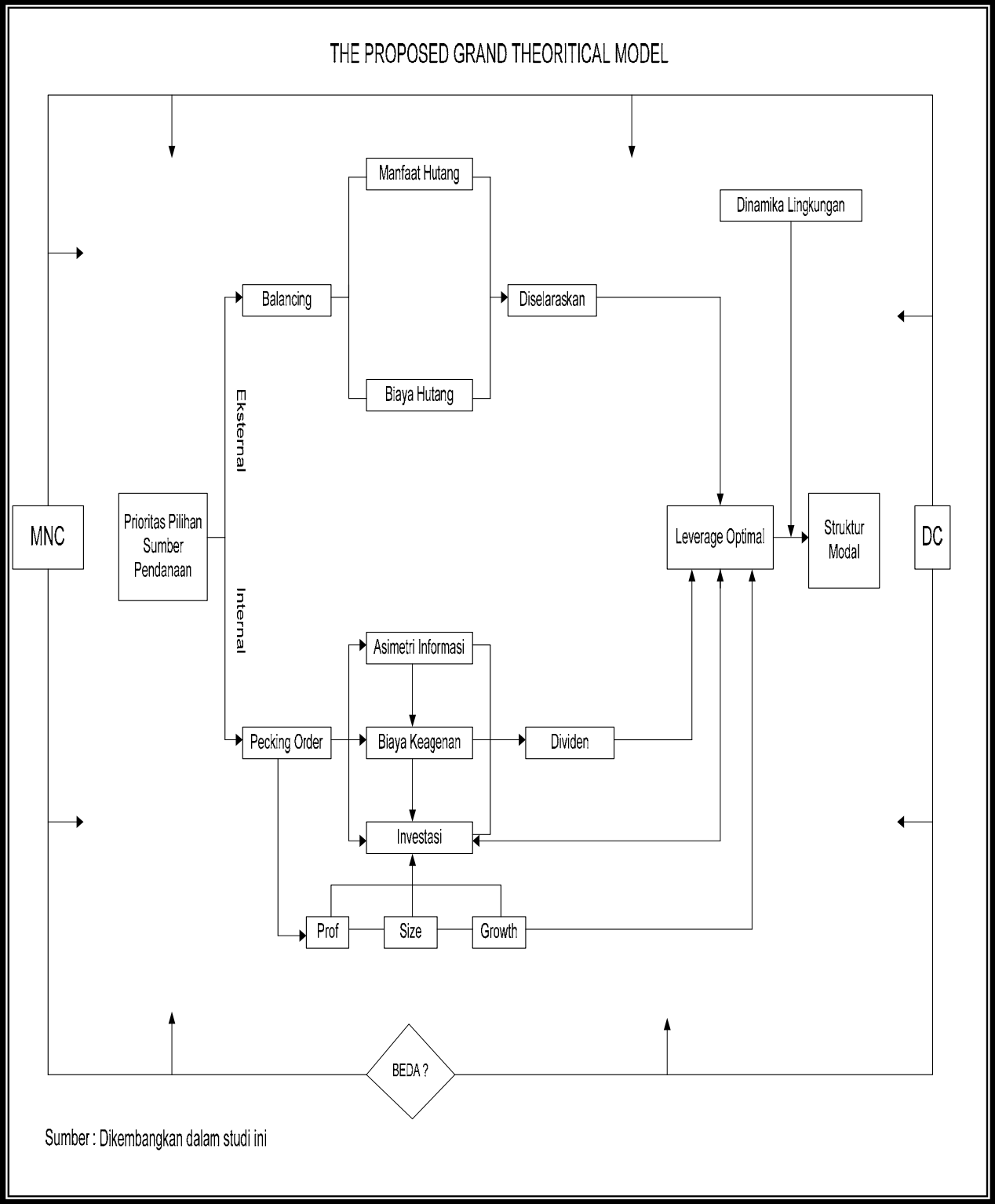
Dari berbagai pendekatan secara konseptual dan berbagai studi empiris di atas dapatlah diajukan proposisi mengenai perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN pada studi ini, sebagai berikut:

Proposisi 5:

Perbedaan struktur modal antara perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) disamping disebabkan oleh pengaruh eksternalitas namun juga disebabkan oleh dua determinan dalam struktur modal perusahaan yaitu biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Perusahaan PMA sebagai anak perusahaan multinasional yang berada di negara lain dengan kondisi persaingan tertentu, otomatis menghadapi tingginya biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang lebih besar daripada perusahaan domestik. Bila biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka menyebabkan tingkat rasio hutang menurun. Implikasinya tingkat leverage perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat leverage perusahaan PMDN. Sementara dari sudut perspektif tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan, bahwa perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhan aktiva tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi memungkinkan untuk membayar dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Berdasarkan pada pokok-pokok pikiran yang telah diuraikan di atas, maka hubungan kelima proposisi secara piktoGRAFIS dapat dituangkan dalam sebuah model usulan teoritikal dasar (*proposed grand theoretical model*) pada studi ini sebagai berikut:

GAMBAR 2.8



2.9 Penelitian Terdahulu Tentang Determinan Struktur Modal

Untuk membangun dan menguji model-model empiris yang dikembangkan pada *the proposed grand theoretical model* di atas, diperlukan beberapa referensi penelitian atau studi lainnya untuk memperkuat landasan teori dan kerangka berfikir dalam mengkonfirmasi berbagai hipotesis pengujian (**lihat lampiran**).

Penelitian sebelumnya memberikan bukti empiris bahwa struktur modal dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti keputusan investasi (Mao, 2003; Ojah & Manrique, 2005; Tong & Green, 2005; Chen, Guo & Mande, 2006), risiko bisnis dan politik (Akhtar, 2005; Supanvanij, 2006), informasi asimetris dan ketersediaan informasi (Pawlina & Renneboog, 2005; Ojah & Manrique, 2005); struktur kepemilikan dan dividen (Bhaduri, 2002; Ojah & Manrique, 2005; Tong & Green, 2005; Dhanani, 2005; Chen & Strange, 2006), biaya keagenan (Mao, 2003; Akhtar, 2005; Vera *et al*, 2005), biaya kebangkrutan (Gaud *et al*, 2005; Ju *et al*, 2005), pertumbuhan aset (Bhaduri, 2002; Ghosh *et al*, 2000), rasio keuangan dan kinerja manajerial (Voulgaris *et al*, 2002), lingkungan internasional (Rajan & Zingales, 1995; Low & Chen, 2004; Akhtar, 2005; Pao & Chih, 2005; Kuo & Wang, 2005), keunikan produk (Sullivan, 1974; Mueller & Rogers, 1980; Kim & Lyn, 1986; Bhaduri, 2002; Pao & Chih, 2005), konsentrasi industri (Linderberg & Ross, 1981; Kim & Lyn, 1986; Fischer, 1987; Kuo & Wang, 2005; Kovenock & Phillips, 1997; Lord & Farr, 2003; Berger & Patti, 2003). Kemampuan melakukan diversifikasi, R&D, biaya iklan dan penjualan perusahaan (Mueller & Rogers, 1980; Kim & Lyn, 1986; Titman & Wessels, 1988; Burgman, 1996) Ghosh *et al*, 2000; Chen & Strange, 2006).

2.10 Hipotesis dan Model Pengujian Empiris

Hipotesis dalam studi ini dibangun untuk menjawab masalah penelitian yang telah dieksplorasi ke dalam empat pertanyaan penelitian sebagaimana diuraikan pada Bab I sebelumnya. Oleh karena itu untuk memenuhi tujuan tersebut dibangun empat model penelitian empiris yang didukung oleh beberapa penelitian terdahulu untuk membangun beberapa hipotesis alternatif yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

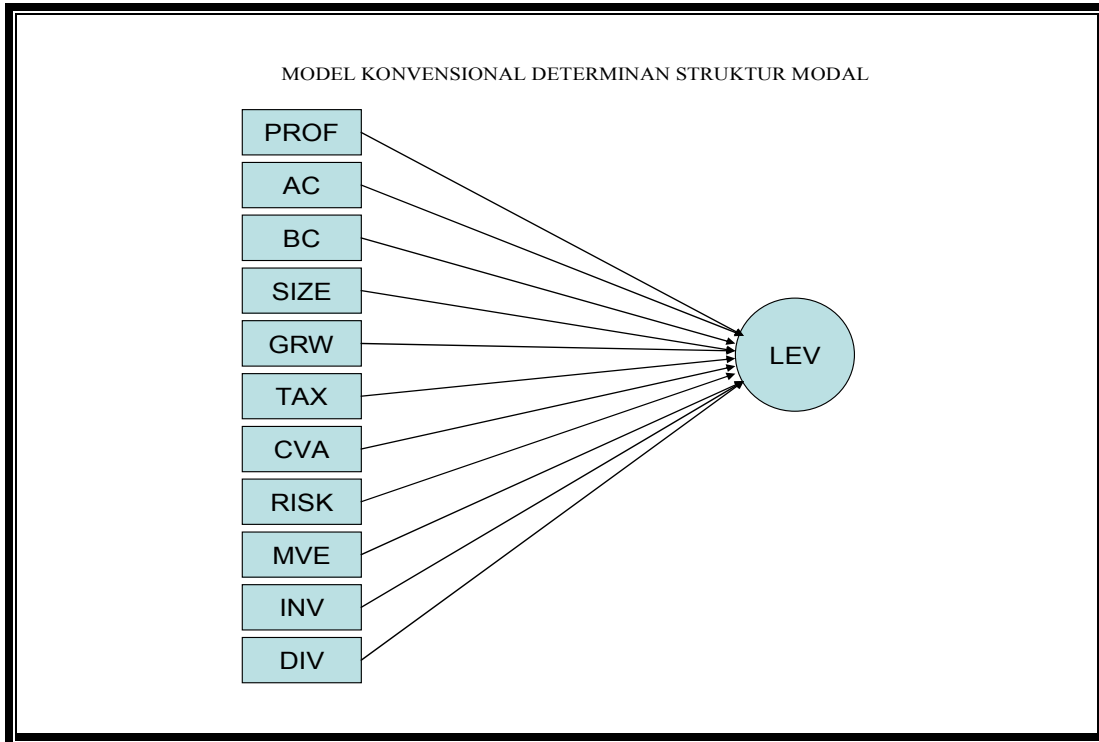
Model Empiris I: Model Konvensional Determinan Struktur Modal Perusahaan

Berdasarkan beberapa pendapat dan paparan telaah pustaka diatas dapatlah diajukan model konvensional untuk menguji faktor-faktor determinan utama struktur modal perusahaan multinasional dan domestik sebagai fungsi dari tingkat *leverage* yang secara matematis dinyatakan sebagai:

$$\text{LEV} = \text{Fungsi (PROF, AC, BC, SIZE, GRW, TAX, CVA, RISK, MVE, INV, DIV)}$$

Model konvensional determinan struktur modal ini menyatakan bahwa rasio hutang atas aktiva (*leverage*) dipengaruhi oleh faktor-faktor kekuatan internal (*basic earning power*) yang dimiliki perusahaan seperti profitabilitas (PROF), keragaman profitabilitas (RISK), besaran aktiva (SIZE), tingkat pertumbuhan aktiva (GROWTH), kebijakan investasi (INV), aktiva berwujud yang dapat dijadikan jaminan (CVA). Disamping faktor kekuatan internal yang dimiliki perusahaan, rasio hutang atas aktiva juga dipengaruhi oleh dimensi-dimensi informasi asimetris seperti biaya kebangkrutan (BC), penerbitan ekuitas (MVE), kebijakan dividen (DIV), dan biaya keagenan (AC). Faktor penentu struktur modal lainnya adalah kehadiran pajak korporasi (TAX) yang dapat memberikan keselarasan antara manfaat hutang dengan biaya dari penggunaan hutang, sehingga memungkinkan struktur modal korporasi dapat dioptimalkan.

GAMBAR 2.9



Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang

Modigliani dan Miller (1958) dengan teori statisnya menjelaskan bahwa perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menggunakan hutang sebagai pilihan pendanaan agar memperoleh manfaat fasilitas penghematan pajak. Hasil yang konsisten dengan teori statis menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki profitabilitas di atas rata-rata profitabilitas industrinya cenderung memilih hutang sebagai prioritas pendanaannya, *vice-versa*. Demikian juga Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hadirnya informasi asimetris menjadi signal yang positif bagi perusahaan yang profitabel untuk *leveraging up*, yang berarti profitabilitas berkorelasi positif dengan *leverage*.

Sementara hasil yang konsisten dengan teori *pecking order* membuktikan bahwa rasio hutang berhubungan terbalik dengan profitabilitas (Rajan & Zingales, 1995; Ozkan, 2001; Bevan & Danbolt, 2002; Pao & Chih, 2005; Tong & Green, 2005; Akhtar, 2005;

Sayilgan *et al*, 2006; Supanvanij, 2006; Chen & Strange, 2006). Studi-studi mereka mengungkapkan bahwa semakin profitabel sebuah perusahaan diharapkan semakin memiliki sumber pendanaan internal yang lebih tinggi. Validitas *pecking order hypothesis* akan terkonfirmasi manakala perusahaan yang profitabel lebih memungkinkan menggunakan dana internal (Myers, 1984; Voulgaris *et al*, 2002).

Titman & Wessels (1988), Cassar & Holmes (2003) menunjukkan semakin besar profitabilitas perusahaan semakin rendah rasio hutang perusahaan. Demikian juga studi empiris yang dilakukan oleh Cai & Ghosh (2003) menunjukkan validitas *pecking order* bahwa suatu perusahaan hanya akan melakukan penyesuaian struktur modal optimalnya ke rata-rata tingkat hutang industrinya, ketika tingkat hutang perusahaan berada di atas rata-rata tingkat hutang industrinya. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki tingkat hutang di bawah rata-rata tingkat hutang industrinya, tidak mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai prioritas utama sumber pendanaannya. Oleh karena itu, profitabilitas memiliki hubungan yang negatif dengan tingkat *leverage*. Pendapat ini juga didukung oleh hasil studi empiris Strebulaev (2003) dengan *dynamic economy model* yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada rasio hutang.

Merujuk pada pendapat dan hasil temuan studi dari Ozkan (2001), Bevan & Danbolt (2002), Cassar & Holmes (2003), Cai & Ghosh (2003), Strebulaev (2003), Pao & Chih (2005), Tong & Green (2005), Sayilgan *et al* (2006), Supanvanij (2006), Chen & Strange (2006), dan Akhtar (2005) yang konsisten dengan *pecking order*, maka dapatlah diajukan hipotesis alternatif pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 1: Tingkat profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang

Darrough & Stoughton (1986) menjelaskan bahwa masalah keagenan terjadi karena adanya informasi asimetris antara pemilik dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Hal ini dapat memicu manajer berperilaku *moral hazard* dan membuat pengeluaran-pengeluaran pada investasi dibawah biaya modal (*overinvestment*) ketika muncul *free cash flow*. Pengeluaran-pengeluaran ini dapat mengurangi kekayaan pemegang saham. Chung *et al* (2005) menyatakan salah satu implikasi *free cash flow agency problem* adalah kinerja keuangan perusahaan akan menjadi buruk dan berdampak pada penilaian pasar saham. Untuk mengurangi *agency problem* ini pihak pemegang saham dapat membatasi kegiatan agen yang menyimpang melalui pemberian insentif yang tepat seperti melalui peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen & Meckling, 1976), dan menyarankan penting adanya pendanaan melalui hutang disamping melakukan pengawasan terhadap aktivitas yang menyimpang dari manajemen. Pendanaan melalui hutang berpotensi menurunkan konflik keagenan, karena manajemen memiliki kewajiban untuk membayar pokok pinjaman beserta bunga pinjaman. Oleh karena itu, kelebihan aliran dana (*free cash flow*) perusahaan dapat dimanfaatkan untuk pelunasan hutang. Dengan demikian manajer akan menggunakan hutang secara optimal.

Lehn & Poulsen (1989), dan Akhtar (2005) menggunakan proksi *free cash flow* untuk mengukur biaya keagenan, menunjukkan pengaruh positif terhadap *leverage*. Namun, Myers (1984) dengan *pecking order theory* mengungkapkan bahwa pengaruh informasi asimetris cenderung mendorong perilaku *pecking order* sehingga perusahaan yang profitabel dan menghadapi biaya keagenan tinggi cenderung menggunakan laba ditahan

sebagai prioritas utama pendanaannya, akibatnya menurunkan *leverage* perusahaan. Demikian juga, Jensen & Meckling (1976), Moh'd *et al* (1998), Panno (2003), Vera *et al* (2005), dan Deshmukh (2005) berpendapat bahwa jika biaya keagenan tinggi maka tingkat rasio hutang akan menurun. Hasil penelitian Jensen *et al* (1992), Moh'd *et al* (1998), Chen & Strange (2006) menunjukkan kepemilikan saham oleh pihak manajemen memiliki hubungan negatif dengan penggunaan hutang. Berdasarkan pada paparan di atas dapat diajukan hipotesis alternatif pada studi ini, sebagai berikut:

Hipotesis 2: Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang

Peningkatan hutang akan meningkatkan risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan (Masulis, 1983). Studi Panno (2003) dan Vera *et al* (2005) menunjukkan bahwa risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan berkorelasi positif dengan penerbitan ekuitas, yang berarti semakin tinggi risiko keuangan, semakin membuat pendanaan dengan hutang bukan menjadi prioritas perusahaan. Studi Ju *et al* (2005) menunjukkan bahwa peluang kebangkrutan berkorelasi positif dengan *leverage* optimal, sedangkan biaya kebangkrutan yang diproksi oleh risiko sebagai *financial distress* berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Low & Chen, 2004; Ojah & Manrique, 2005). Ini menegaskan bahwa keputusan pendanaan tergantung pada peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan. Struktur hutang korporasi dipengaruhi negatif oleh *financial distress*. Berdasarkan pada hasil studi Panno (2003), Low & Chen (2004), Vera *et al* (2005), dan Ju (2005) maka diajukan hipotesis penelitian pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 3: Biaya kebangkrutan berpengaruh negatif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang

Barney (2002) mengemukakan bahwa perusahaan besar yang melakukan diversifikasi cenderung memanfaatkan kapasitas hutang yang tinggi. Oleh karena itu, dapat diperkirakan ada hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan rasio hutang. Studi Titman & Wessels (1988) menunjukkan bukti perusahaan besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar dibanding perusahaan kecil. Bukti empiris lain yang mendukung studi Titman & Wessels diantaranya ditunjukkan oleh Adedeji (1998), Moh'd *et al* (1998), Bhaduri (2002), Low & Chen (2004), Gaud *et al* (2005), Ojah & Manrique (2005), Pao & Chih (2005), Sayilgan *et al* (2006), Supanvanij (2006), serta Chen & Strange (2006), yang menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *leverage*.

Ozkan (2001) menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang memiliki kemampuan untuk mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar. Pendapat ini mendukung pendapat Titman & Wessels (1988), yang menyebutkan bahwa perusahaan besar yang lebih terdiversifikasi lebih mudah dalam mengakses pasar modal, menerima peringkat kredit yang tinggi, dan membayar tingkat suku bunga rendah. Bukti empiris lain yang senada diantaranya ditunjukkan oleh Lee & Kwok (1988), Homaifar *et al* (1994), Rajan & Zingales (1995), Bevan & Danbold (2002), serta Low & Chen (2004). Namun studi empiris Kwok & Reeb (2000) menunjukkan bukti sebaliknya, bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang jangka panjang.

Oleh karena itu, studi ini mencoba mengajukan postulasi hipotesis alternatif tentang hubungan *size* dengan rasio hutang pada penelitian ini, dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 4: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Tingkat Pertumbuhan dengan Rasio Hutang

Thies & Klock (1992) berpendapat bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi kemungkinan memiliki kemampuan untuk mendanai usahanya secara internal ketimbang secara eksternal. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki rasio hutang yang rendah. Argumentasi ini dipaparkan oleh Pawlina & Renneboog (2005) dalam konteks hubungan peluang pertumbuhan dengan kehadiran informasi asimetris. Disebutkan, bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan signal positif bagi kesempatan berinvestasi perusahaan. *Excess cashflow* dalam bentuk laba ditahan dialokasikan kembali ke dalam proyek-proyek investasi tertentu.

Lebih lanjut, disebutkan Pawlina & Renneboog (2005) serta Chen, Guo & Mande (2006) bahwa peluang pertumbuhan sebagai cerminan peluang investasi perusahaan dipengaruhi positif oleh *market valuation*. Untuk mengangkat nilai ekuitas, maka sensitivitas arus kas investasi pada proyek-proyek *overinvestment* dikendalikan melalui pengawasan efektif (*activism*) oleh *outside blockholders*, sehingga para manajer menggunakan *excess cashflow* yang tersedia pada proyek-proyek investasi yang menguntungkan perusahaan. *Retained earning* dikelola selain untuk membiayai proyek investasi, juga dipakai untuk memperoleh *capital gain* atau untuk membeli kembali saham-saham perusahaan (*repurchase of stocks*). Disamping itu, *retained earning* selain digunakan untuk membiayai emisi saham, juga digunakan untuk melunasi pinjaman atau hutang-hutang perusahaan. Paparan Pawlina & Renneboog (2005) dan Chen *et al* (2006) tersebut memperlihatkan bahwa peluang investasi perusahaan dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan, rasio hutang dan *market valuation*. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan semakin tinggi kesempatan berinvestasi dan berimplikasi pada semakin rendahnya

leverage. Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi kemungkinan memiliki rasio hutang yang rendah (Myers, 1977; Mao, 2003).

Studi yang senada dengan pendapat ini dikemukakan oleh Titman & Wessels (1988), Harris & Raviv (1991), Rajan & Zingales (1995), Ghosh *et al* (2000), Pao & Chih (2005), Gaud *et al* (2005), Akhtar (2005), dan Chevalier *et al* (2006) yang menunjukkan bukti adanya hubungan negatif pertumbuhan perusahaan dengan *leverage*. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang dapat dipostulasikan pada studi ini tentang hubungan tingkat pertumbuhan dengan rasio hutang adalah sebagai berikut:

Hipotesis 5: Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan *Non Debt Tax Shield* dengan Rasio Hutang

Proposisi Modigliani-Miller (1958) tentang struktur modal menjadi relevan manakala memasukkan unsur pajak, karena bunga yang dibayarkan akibat menggunakan hutang dapat mengurangi pendapatan kena pajak (*tax shield*). DeAngelo & Masulis (1980) menyatakan dalam struktur modal *non debt tax shield* sebagai proksi manfaat hutang karena fasilitas penghematan pajak dan substitusi biaya bunga, akan berkurang saat menghitung pajak perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang dikenai pajak tinggi, pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang. Ozkan (2001), Sayilgan *et al* (2006) menemukan hubungan negatif antara NDTS dengan *leverage*. Namun, Kwok & Reeb (2000), Mao (2003), Oliver & Twite (2004), Eldomiaty *et al* (2005), Akhtar (2005) menunjukkan hasil NDTS berpengaruh positif terhadap *leverage*. Dengan demikian, hipotesis penelitian yang dapat dipostulasikan pada studi ini adalah:

Hipotesis 6: Pajak berpengaruh positif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan *Collateral Value of Assets* dengan Rasio Hutang

Variabel ini berhubungan dengan jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan untuk dapat dijadikan jaminan ketika perusahaan menerbitkan hutang. Perusahaan yang memiliki struktur aktiva lebih fleksibel akan cenderung menggunakan hutang lebih besar daripada perusahaan yang struktur aktiva tidak fleksibel. Hal ini didasarkan pada pendapat umum bahwa investor akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan. Myers & Majluf (1984) menyatakan bahwa komposisi struktur aktiva perusahaan yang dapat dijadikan jaminan (CVA), berpengaruh terhadap sumber pendanaan. Rajan & Zingales (1995), Moh'd *et al* (1998), Pao & Chih (2005), Kuo & Wang (2005), Akhtar (2005), dan Chevalier *et al* (2006) menyatakan bahwa secara umum CVA memiliki hubungan positif dengan rasio hutang. Hasil studi mereka konsisten dengan konsensus peneliti keuangan bahwa rasio hutang dipengaruhi positif oleh *fixed assets* (Mao, 2003; Supanvanij, 2006). Perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang. Dengan merujuk pada hasil studi mereka, dapat diajukan postulasi hipotesis penelitian pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 7: Collateral Value of Assets (CVA) berpengaruh positif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang

Studi Chaplinsky (1984), Lee & Kwok (1988), Mao (2003), Low & Chen (2004) menemukan bahwa risiko bisnis memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang tinggi akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Sebagaimana

implikasi *trade off theory* menurut Bringham *et al* (1999), bahwa perusahaan dengan risiko bisnis besar sebaiknya menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah. Pendapat Bringham *et al* (1999) tersebut didasarkan pada argumentasi Modigliani & Miller (1958) bahwa penambahan hutang pada kondisi variabilitas *return* yang tinggi akan berakibat pada kebangkrutan dan menimbulkan biaya modal perusahaan yang lebih tinggi dan nilai perusahaan yang lebih rendah.

Perspektif teori keagenan memberikan penjelasan yang berbeda tentang hubungan risiko bisnis dengan rasio hutang. Nilai perusahaan ditentukan dengan cara bagaimana kas diinvestasikan dan didapatkan. Sehingga nilai perusahaan dipengaruhi oleh cara manajer mengkombinasikan ekuitas dan hutang. Nilai perusahaan merupakan jumlah dari nilai hutang dan pendapatan bersih yang didiskonto pada tingkat pengembalian yang diinginkan. Pada perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi, nilai pasar perusahaan akan menurun manakala perusahaan menambah jumlah saham beredar melalui penerbitan ekuitas. Penerbitan saham baru ini akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas sehingga meningkatkan biaya modal perusahaan. Kenaikkan biaya modal ini akan semakin meningkatkan risiko bisnis dan menurunkan nilai pasar ekuitas perusahaan. Pada kondisi risiko bisnis yang tinggi seperti ini, pembiayaan dengan hutang (*financial leverage*) oleh perusahaan yang menghadapi pertumbuhan aktiva tinggi akan memberikan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan emisi saham baru.

Damodaran (2003) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan yang memiliki risiko bisnis tinggi akan menurun ketika perusahaan menerbitkan ekuitas, namun akan meningkat ketika perusahaan menerbitkan hutang. Sebaliknya, bagi perusahaan yang menghadapi pertumbuhan aktiva tinggi dengan risiko bisnis rendah, maka mengurangi

penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Perspektif teori keagenan secara eksplisit menyebutkan risiko bisnis berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Dengan kata lain, semakin tinggi risiko bisnis semakin tinggi nilai pasar hutang yang diperlukan untuk membiayai operasional perusahaan dan proyek-proyek investasi perusahaan. Hansen & Crutchley (1989) mengungkapkan bahwa risiko bisnis perusahaan menentukan besar kecilnya *floatation cost* penerbitan ekuitas baru. Ketika risiko bisnis perusahaan meningkat karena efek *equity market timing* saham-saham umum perusahaan yang kurang terdiversifikasi, maka pemegang saham akan melakukan substitusi aktiva agar kekayaannya tidak berkurang. Substitusi aktiva yang mungkin dapat dilakukan pemegang saham adalah mendorong manajemen untuk melakukan pembelian kembali saham-saham beredar perusahaan yang kebutuhan kasnya didanai oleh hutang. Pemegang saham akan mau menambah risikonya selama *leverage* menghasilkan kenaikan pendapatan yang substansial. Logika ini seperti kaidah ekonomi prinsip efisiensi dari Adam Smith (1776).

Perspektif teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan mengurangi hasrat berinvestasi pada aktiva fisik. Laba ditahan yang tinggi diinvestasikan pada aktiva keuangan seperti membeli kembali saham-saham perusahaan yang bernilai rendah. Untuk mengurangi risiko bisnis yang tinggi, laba ditahan digunakan untuk melunasi hutang disamping melakukan *capital gain*. Dengan membeli kembali saham-saham, melakukan *capital gain*, dan menjaga tingkat *leverage* rendah akan berakibat pada risiko kebangkrutan dan total biaya modal perusahaan menjadi lebih rendah. Seperti teori *trade-off*, perspektif *pecking order* menyebutkan bahwa risiko bisnis berkorelasi negatif dengan rasio hutang.

Cassar & Holmes (2003), walaupun temuannya menunjukkan risiko bisnis tidak berpengaruh nyata terhadap *leverage*, namun studinya menunjukkan konsistensi koefisien arah risiko bisnis terhadap *leverage* bertanda negatif. Dengan merujuk pada hasil studi Bringham *et al* (1999), Cassar & Holmes (2003), dan Low & Chen (2004), dapat diajukan hipotesis penelitian pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 8: Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap tingkat leverage perusahaan.

Hubungan Penerbitan Ekuitas (*Market Valuation*) dengan Rasio Hutang

Studi Klein *et al* (2002), Baker & Wurgler (2002), Pawlina & Renneboog (2005) serta Chen, Guo & Mande (2006) menunjukkan bukti empiris bahwa rasio *market to book equity* (MVE) sebagai proksi penilaian nilai pasar saham perusahaan (*market valuation*) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Lebih lanjut, Mao (2003) memberikan interpretasi bahwa kondisi seperti ini mengindikasikan terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham (*shareholders*) dengan pihak kreditur (*bondholders*). Ketika perusahaan yang menghadapi persoalan *underinvestment* menambah hutang untuk membiayai proyek investasinya, para pemegang saham menghendaki substitusi aktiva melalui pembayaran dividen yang tinggi agar kekayaan mereka meningkat, sehingga memberikan signal yang kredibel bagi pihak kreditur untuk meningkatkan pengembalian yang diharapkan atas dana mereka. Maxwell & Stephens (2001) dan Klein *et al* (2002) menyebut kondisi ini sebagai redistribusi kekayaan dari pemegang saham kepada kreditur. Demikian juga berdasarkan *debt hypothesis* yang dipostulasikan Watts & Zimmerman (1986), dan Gul *et al* (2003) bahwa rasio hutang berkorelasi negatif dengan harga saham atau penerbitan ekuitas.

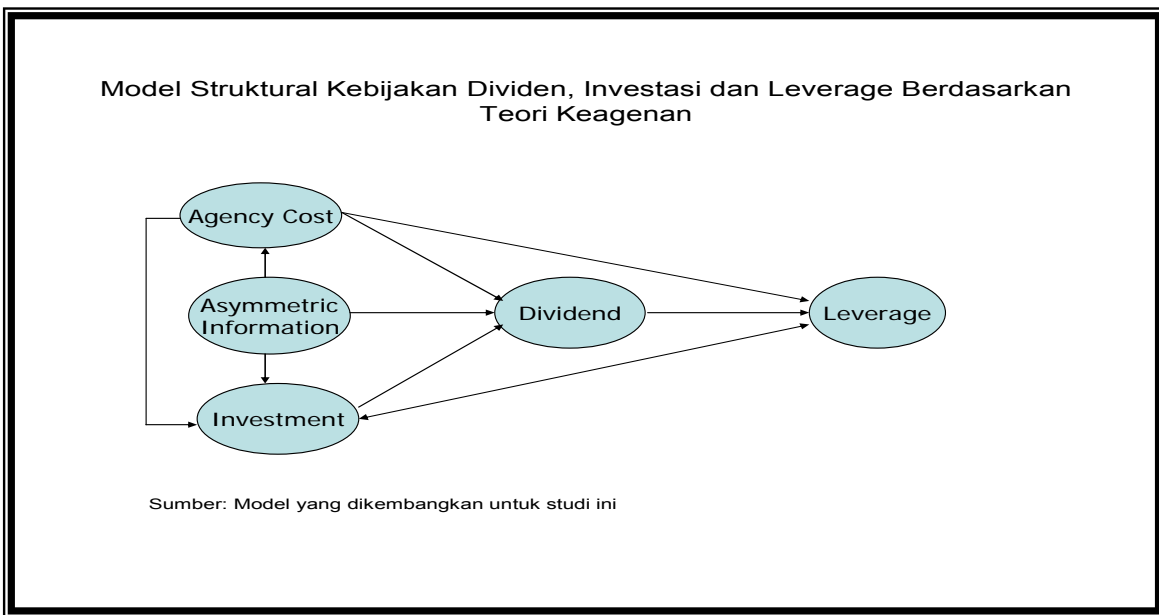
Berdasarkan argumen di atas dapat dipostulasikan hubungan antara penerbitan ekuitas (*market valuation*) dengan rasio hutang, bahwa semakin tinggi penilaian pasar saham perusahaan, maka rasio hutang akan semakin menurun. Hipotesis penelitian pada studi ini dinyatakan sebagai:

Hipotesis 9: Penerbitan ekuitas (market valuation) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang (konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak kreditur)

Model Empiris II: Model struktural kebijakan dividen, investasi dan leverage berdasarkan teori keagenan.

Model empiris ini mencoba menjelaskan bagaimana pembayaran dividen yang berfungsi sebagai *monitoring capital market* dikonseptualisasikan sebagai variabel *intervening* yang menjembatani pengaruh keagenan dan investasi pada tingkat *leverage* perusahaan. Pembayaran dividen dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh keagenan dan investasi pada tingkat *leverage* seperti ditunjukkan gambar di bawah ini:

GAMBAR 2.10



Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Investasi

Studi Chen, Guo & Mande (2006) demikian juga Pawlina & Renneboog (2005) mengungkapkan adanya hubungan simultan antara biaya keagenan dengan keputusan investasi. Mereka menunjukkan bukti bahwa kepemilikan saham oleh pihak manajemen (*insider ownership*) dan kepemilikan saham oleh institutional (*institutional ownership*) cenderung mendorong reinvestasi atas laba yang diperoleh ketimbang membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Laba ditahan sebagian besar dialokasikan untuk pembiayaan investasi. Sebaliknya, semakin tersebar kepemilikan saham publik (informasi asimetris yang dimiliki pihak pengelola semakin melebar) semakin besar tuntutan untuk membayarkan dividen. Ketika perusahaan menghadapi kesulitan finansial untuk membiayai proyek-proyek investasinya sementara laba ditahan dituntut untuk digunakan pada pembayaran dividen, maka perusahaan menunda proyek-proyek investasinya. Studi mereka menunjukkan bukti empiris bahwa investasi dipengaruhi negatif oleh informasi asimetris.

Sebagaimana telah dijelaskan Mao (2003) pada Gambar 2.3, bahwa biaya keagenan berkorelasi positif dengan investasi, maka studi Chen *et al* (2006) dan Pawlina & Renneboog (2005) di atas mengkonfirmasi hubungan positif antara biaya keagenan (yang diproksi oleh struktur kepemilikan aktiva perusahaan) dengan investasi, dan hubungan negatif antara informasi asimetris³⁸ dengan investasi, seperti yang tertuang pada rumusan hipotesis alternatif yang akan diuji pada penelitian ini, sebagai berikut:

Hipotesis 10: Biaya keagenan berpengaruh positif terhadap investasi

³⁸ Deskmukh (2005) dan Pao & Chih (2005) menggunakan proksi peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan untuk mengukur informasi asimetris.

Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Dividen

Hasil studi Mollah (2000) dan Deshmukh (2005) yang konsisten dengan *Jensen's Free Cash Flow Hypothesis*, menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Semakin tinggi biaya keagenan yang dibutuhkan oleh perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi semakin rendah pembayaran dividen. Namun Deshmukh (2005) menemukan informasi asimetris yang digambarkan sebagai kebalikan dari biaya penerbitan ekuitas berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Efek informasi asimetris pada kebijakan dividen didasarkan pada teori *pecking order*. Sementara studi empiris Smith & Watts (1992) dan Gaver & Gaver (1993) menunjukkan bukti bahwa informasi asimetris berkorelasi negatif dengan kebijakan dividen.

Seperti dijelaskan oleh model Mao (2003), bahwa ketika skala investasi meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang, maka mendorong pemegang saham untuk melakukan substitusi aktiva dengan cara mengurangi pembayaran dividen atas laba ditahan. Sebaliknya ketika perusahaan menghadapi kondisi *over-investment* karena *free cash flow* berlebih, maka untuk mengurangi kondisi *over-investment* ini, laba ditahan sebaiknya digunakan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Ini berarti untuk mereduksi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham ketika muncul persoalan *free cash flow*, dapat dilakukan melalui peningkatan mekanisme pembayaran dividen (*to shift risk*). Dari berbagai penjelasan di atas dapatlah diajukan hipotesis alternatif pada penelitian ini, seperti rumusan berikut:

Hipotesis 11a: Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap dividen

Hipotesis 11b: Biaya kebangkrutan sebagai cerminan informasi asimetris berpengaruh negatif terhadap dividen

Hubungan Investasi dengan Dividen

Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan dana lebih besar untuk pelaksanaan investasi. Berdasarkan teori *pecking order*, kebutuhan dana diprioritaskan pada sumber-sumber dana internal seperti laba ditahan. Karena laba sebagian besar dialokasikan untuk kebutuhan dana investasi, maka dividen yang dibayarkan menjadi berkurang. Barclay *et al* (1998) berpendapat bahwa penentuan kebijakan pendanaan dan dividen tidak terlepas dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar dividen, karena perusahaan tidak banyak menggunakan sumberdana dari luar. Laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal lebih banyak dialokasikan untuk mendanai proyek-proyek investasi. Dalam konteks ini peluang investasi berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Pendapat Barclay *et al* (1998) ini didukung oleh bukti empiris yang ditunjukkan oleh studi Adedeji (1998), dan Pawlina & Renneboog (2005) yang menemukan keputusan investasi berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Fama & French (2000) juga menemukan bahwa perusahaan yang tidak membayar dividen umumnya memiliki proyek-proyek investasi yang lebih besar.

Berdasarkan studi Barclay *et al* (1998), Fama & French (2000) serta Pawlina & Renneboog (2005) tersebut dapatlah dipostulasikan hipotesis alternatif mengenai hubungan investasi dengan dividen pada penelitian ini sebagai berikut:

Hipotesis 12: Investasi berpengaruh negatif terhadap dividen

Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang

Teori *pecking order* sederhana berpandangan bahwa hutang umumnya akan bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan, dan hutang akan berkurang ketika

investasi lebih rendah dari laba ditahan (Fama & French, 2000). Namun, dalam pandangan model *pecking order* kompleks Myers (1984) berpendapat bahwa perusahaan lebih perhatian dengan pengimbangan biaya pendanaan (*financing cost*) saat ini dan masa mendatang, sehingga perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang tetap rendah guna menghindari investasi didanai oleh emisi saham baru yang lebih berisiko. Keseimbangan biaya pendanaan ini mendorong perusahaan yang memiliki kesempatan berinvestasi besar cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi. Mao (2003) juga mengungkapkan bahwa kenaikan skala investasi akan menaikkan volatilitas arus kas perusahaan, kondisi ini akan mendorong *risk-shifting* pemegang saham untuk meningkatkan pendanaan investasi melalui hutang sepanjang risiko hutang tetap lebih rendah dari risiko emisi saham baru. Berarti ketika laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal tidak lagi mencukupi, kenaikan skala investasi akan meningkatkan kebutuhan dana untuk investasi yang akan dibiayai oleh hutang. Dengan kata lain, investasi berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Sebaliknya, Mao (2003) menjelaskan ketika perusahaan menambah hutang untuk membiayai investasinya, maka volatilitas marjinal investasi (MVI) akan meningkat sampai pada titik biaya marginal agensi hutang sama dengan biaya marginal agensi ekuitas. Hal ini mengindikasikan tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan. Fama & French (2000) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi. Namun, Hennessy & Whited (2005) mengungkapkan sebaliknya.

Berdasarkan paparan Fama & French (2000) dan Mao (2003) di atas, maka dapatlah dipostulasikan hipotesis alternatif pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 13a: Investasi berpengaruh positif terhadap tingkat leverage.

Hipotesis 13b: Tingkat leverage berpengaruh positif terhadap investasi.

Hubungan Dividen dengan Rasio Hutang

Barclay *et al* (1998) berpendapat bahwa penentuan kebijakan pendanaan dan dividen tidak terlepas dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar dividen, karena perusahaan tidak banyak menggunakan sumberdana dari luar. Laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal lebih banyak dialokasikan untuk mendanai proyek-proyek investasi. Jensen *et al* (1992), Ojah & Manrique (2005), serta Chen & Strange (2006) memberikan bukti empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif pada *leverage*. Temuan mereka mendukung *agency cost theory*. Laba ditahan yang tinggi dipakai untuk meningkatkan pembayaran dividen dan melunasi hutang-hutang perusahaan. Dilain pihak, Tong & Green (2005), walaupun tidak konsisten dengan teori keagenan, memperlihatkan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*. *Retained earning* yang tinggi dipakai untuk pembayaran dividen, sementara investasi perusahaan tetap dibiayai dari hutang. Kemungkinan lain *retained earning* dipakai untuk pembayaran dividen, sementara hutang ditambah untuk *monitoring costs* dalam upaya mendisiplinkan pihak pengelola. Hasil temuan Tong & Green (2005) ini konsisten dengan pendapat Smith & Watt (1992), Gaver & Gaver (1993), Adedeji (1998) dan Deshmukh (2005) yang mengungkapkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan

besar yang memiliki rasio hutang tinggi membayar dividen lebih tinggi. Pembayaran dividen yang besar pada periode lalu akan meningkatkan kebutuhan kas dan mendorong dilakukannya peminjaman lebih besar. Sebaliknya, semakin profitabel suatu perusahaan semakin besar bagian laba ditahan dipergunakan untuk melunasi hutang, sehingga dividen residual yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Dengan demikian, menurut teori *pecking order* ada korelasi positif antara dividen dengan rasio hutang (Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005).

Berdasarkan penjelasan Tong & Green (2005) diatas, dapat dirumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 14: Dividen berpengaruh positif terhadap tingkat leverage.

Seperti yang dipaparkan oleh Jensen (1986), Crutchley & Hansen (1989) mengenai hubungan simultan antara kebijakan dividen, dan kebijakan hutang yang saling bersubstitusi dalam upaya menekan konflik keagenan, demikian juga Barclay *et al* (1998), Mollah (2000), Bhaduri (2002), Mao (2003), Pawlina & Renneboog (2005), Deshmukh (2005), Hennessy & Whited (2005), Tong & Green (2005) dan Chen & Strange (2006), maka perlu diuji pada studi ini hipotesis hubungan kebijakan dividen dengan investasi dan *leverage*, dalam konteks kebijakan dividen menjembatani pengaruh investasi dan biaya keagenan pada kebijakan rasio hutang perusahaan, seperti postulasi hipotesis penelitian berikut ini:

Hipotesis 15: Dividen dapat menjembatani (intervening) pengaruh biaya keagenan, dan investasi terhadap tingkat leverage perusahaan.

Model empiris III: Perbedaan tingkat leverage perusahaan multinasional (PMA) dengan tingkat leverage perusahaan domestik (PMDN).

Perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN dapat disebabkan oleh biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Seperti telah ditunjukkan pada postulasi hipotesis model empiris II sebelumnya, bahwa biaya keagenan dan biaya kebangkrutan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang, maka diharapkan rasio hutang perusahaan PMA yang disebabkan oleh dua determinan utama struktur modal tersebut *berbeda* dengan rasio hutang perusahaan PMDN. Studi empiris Fatemi (1988), dan Vera *et al* (2005) menunjukkan perbedaan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan perusahaan MNC dengan DC. Perusahaan MNC yang membentuk anak perusahaan di negara lain (PMA) dengan tingkat persaingan tertentu, otomatis menghadapi biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang lebih besar daripada perusahaan domestik (PMDN). Jensen & Meckling (1976), seperti juga Panno (2003), Ju (2005) dan Akhtar (2005) menunjukkan bahwa biaya keagenan dan tingkat *leverage* memiliki hubungan yang negatif. Dengan demikian tingkat *leverage* perusahaan MNC diharapkan akan lebih rendah daripada perusahaan DC (Burgman, 1996 ; Kwok & Reeb, 2000) Berdasarkan pendapat Fatemi (1988), Panno (2003) dan Vera *et al* (2005), dapatlah dipostulasikan hipotesis alternatif pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 16: Ada perbedaan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN.

Berdasarkan perspektif tingkat pertumbuhan, hasil studi Gaver & Gaver (1993), Kallapur & Trombley (1999), menunjukkan bahwa perusahaan tumbuh cenderung memberikan dividen yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Hasil

studi mereka memperlihatkan ada hubungan negatif antara tingkat pertumbuhan dengan pembayaran dividen. Berdasarkan pada teori *pecking order*, perusahaan multinasional yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memberikan dividen lebih rendah daripada perusahaan domestik. Barclay, Smith & Morellec (2006) berpendapat bahwa penentuan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen berkaitan dengan masalah *free cash flow*. Kondisi perusahaan PMA yang memiliki pertumbuhan tinggi, kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayarkan dividen, karena perusahaan PMA tidak banyak menggunakan sumberdana eksternal, sehingga dana lebih banyak digunakan untuk membiayai proyek investasi perusahaan. Dengan demikian dapatlah diajukan postulasi hipotesis alternatif pada studi ini sebagai:

Hipotesis 17: Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Lee & Kwok (1988), demikian juga Kuo & Wang (2005), berpendapat bahwa perusahaan multinasional memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi sehingga memiliki peluang investasi yang lebih besar daripada perusahaan domestik. Studi mereka mengkonfirmasi hasil studi empiris Fama (1974), yang menunjukkan adanya hubungan positif pertumbuhan perusahaan dengan investasi. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* yang rendah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi lebih mudah melakukan investasi dengan menggunakan dana dari pemegang saham, sehingga tingkat *leverage* rendah. Namun dari perspektif ukuran perusahaan sebagaimana dipaparkan Titman & Wessels (1988), Lee & Kwok (1988), Adedeji (1998), Akhtar (2005), Chevalier *et al* (2006) dan Supanvanij (2006) menunjukkan ukuran perusahaan

berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan MNC yang memiliki ukuran perusahaan dan risiko yang lebih besar daripada DC, diharapkan memiliki tingkat *leverage* lebih rendah daripada DC (Low & Chen, 2004). Lebih lanjut, Kwok & Reeb (2000), Kuo & Wang (2005), serta Low & Chen (2004) mengungkapkan bahwa MNC mampu mereduksi tingkat *leverage* sehubungan dengan derajat internasionalisasi. Diversifikasi internasional yang tinggi pada PMA yang negara asalnya memiliki volatilitas pasar yang rendah, aktivitas diversifikasi internasionalnya menyebabkan rasio hutang PMA menjadi lebih rendah daripada PMDN. Sebaliknya korelasi positif pada PMA yang volatilitas pasar negara asalnya tinggi. Dengan demikian berdasarkan kedua perspektif tersebut dapatlah diajukan hipotesis alternatif pada studi ini sebagai berikut:

Hipotesis 18: Perusahaan PMA sebagai subsidiari perusahaan multinasional (MNC) memiliki tingkat leverage lebih rendah dari pada tingkat leverage perusahaan PMDN.

Teori klasik menyebutkan bahwa rasio hutang MNC lebih tinggi daripada DC sehubungan dengan risiko operasi yang dihadapi MNC (Eiteman *et al*, 1994), namun justru dengan diversifikasi arus kas secara internasional menyebabkan rasio hutang optimal MNC menjadi lebih rendah dari DC (Kwok & Reeb, 2000). Studi Low & Chen (2004) memperkuat temuan Kwok & Reeb dengan menunjukkan hasil bahwa diversifikasi arus kas internasional berpengaruh negatif terhadap rasio hutang penanaman modal asing. Senada dengan temuan tersebut, Kuo & Wang (2005) menyatakan bahwa perusahaan MNC memiliki derajat internasionalisasi yang tinggi, sehingga memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi, dan memiliki peluang investasi yang lebih besar daripada DC. Sumber pendapatan dan peluang bisnis yang lebih baik ini merupakan sumber dana internal bagi perusahaan MNC (Lee & Kwok,

1988; Chen *et al*, 1997). Oleh karena itu, diperkirakan rasio hutang optimum perusahaan PMA lebih rendah daripada rasio hutang optimum perusahaan PMDN.

Merujuk pada hasil studi Lee & Kwok (1988), Fatemi (1988), Kwok & Reeb (2000), Cai & Ghosh (2003), Low & Chen (2004), Kuo & Wang (2005), maka postulasi hipotesis alternatif yang akan dikonfirmasi pada studi ini, adalah seperti di bawah ini:

Hipotesis 19 : Perusahaan PMA sebagai subsidiari perusahaan multinasional (MNC) memiliki tingkat leverage optimum relatif terhadap tingkat rata-rata leverage industri lebih rendah dari pada tingkat leverage optimum relatif terhadap tingkat rata-rata leverage industri perusahaan DC.

Model Empiris 4: Hubungan Struktur Modal Dengan Variabel Organisasi Industri.

Model empiris Sullivan (1974), Kovenock & Phillips (1997), Kim & Lyn (1986, 2005), Lord & Farr (2003) menunjukkan bagaimana variabel-variabel organisasi industri seperti permintaan industri, harga, konsentrasi industri atau *market power*, produktivitas dan variabel struktur modal berpengaruh terhadap keputusan investasi perusahaan. Mereka berasumsi bahwa perubahan struktur modal berinteraksi dengan produktivitas dan struktur industri mempengaruhi keputusan investasi perusahaan. Utilisasi kapasitas, produktivitas, permintaan dan penawaran industri, serta konsentrasi industri akan menyebabkan perubahan struktur modal jangka panjang (Kim & Lyn, 1986; Harris & Raviv 1991; Lord & Farr 2003; Akhtar 2005). Perusahaan yang menghadapi persaingan tinggi (pasar produk kompetitif) cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi. Berdasarkan pendapat Harris & Raviv (1991), Kovenock & Phillips (1997), Lord & Farr (2003), serta Akhtar (2005), dapatlah dipostulasikan kerangka teori seperti yang diajukan pada proposisi (4) bahwa *variabel organisasi industri yang mencerminkan dinamika*

lingkungan industri dapat mempengaruhi struktur modal dan keputusan investasi perusahaan, seperti pada hipotesis penelitian berikut:

Hipotesis 20: Organisasi industri berpengaruh terhadap struktur modal dan keputusan investasi perusahaan

Fama *et al* (2000) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki *leverage* yang tinggi, dimana semakin besar kesempatan investasi semakin besar perusahaan menggunakan dana eksternal khususnya hutang apabila dana internal tidak mencukupi. Pendapat ini mendukung pendapat Ross (1977) yang mengatakan bahwa interaksi antara investasi dengan struktur modal mengakibatkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap *leverage*. Namun bila dikaitkan dengan studi Sullivan (1974), Lyn & Papaioannou (1985), serta Kovenock & Phillips (1997) secara implisit hubungan tingkat *leverage* dengan investasi perusahaan akan signifikan dengan keberadaan variabel organisasi industri, ketika industri semakin terkonsentrasi.³⁹

Linderberg & Ross (1981), Kim & Lyn (1986), serta Fischer (1987) menggunakan proksi Indeks Lerner (*profit to sales ratio*) untuk mengukur *monopoly power*, sebagai ukuran kemampuan perusahaan menciptakan *excess returns*. Hasil studi mereka memperlihatkan bukti bahwa Indeks Lerner berpengaruh nyata pada rasio hutang, ketika pasar produk perusahaan kompetitif. Perusahaan yang memiliki pasar produk sangat kompetitif, cenderung menggunakan *leverage* yang tinggi. Namun, Mueller & Rogers (1980) menggunakan biaya R&D dan iklan sebagai proksi *market power* atau *product differentiation*, mengungkapkan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan inovasi proses dan inovasi produk terus menerus melalui riset-riset organisasi industri,

³⁹ Bandingkan dengan hasil studi Lee & Kwok (1988), Akthar (2005), serta Kuo & Wang (2005) yang menunjukkan efek perbedaan jenis industri dan besaran asset berperan penting dalam kebijakan rasio hutang perusahaan.

signifikan memperoleh *excess returns*. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan-perusahaan yang profitabel karena memiliki biaya R&D besar, diharapkan lebih memilih sumber pendanaan internal daripada menerbitkan hutang. Dengan demikian, dapatlah diajukan hipotesis penelitian pada studi ini seperti yang dipostulasikan di bawah ini:

Hipotesis 21: Organisasi industri yang mencerminkan dinamika lingkungan industri memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal.

Pengujian *Trade-Off Theory* atau *Pecking Order Theory*

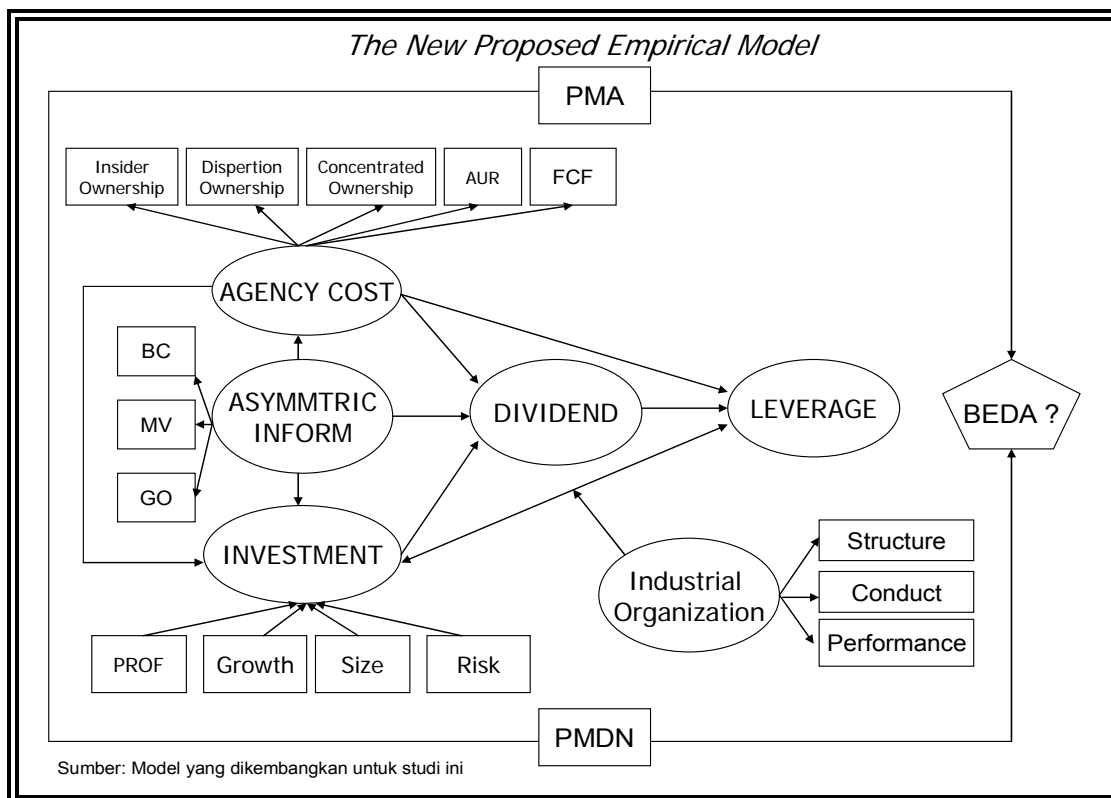
Seperti yang telah dikemukakan pada Bab I, bahwa ada dua kerangka teori yang mendasari keputusan sumber pendanaan, yaitu “trade-off theory” dan “pecking order theory”. Keputusan pendanaan dengan *trade-off theory* adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal. DeAngelo & Masulis (1980), menjelaskan bahwa tujuan dari *trade-off theory* adalah pengimbangan modal sendiri dengan modal luar. Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila pengorbanan menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi optimal untuk ditambah. Sedangkan *pecking order theory* dari Myers (1984), menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada preferensi urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil. Teori ini lebih memprioritaskan pendanaan internal. Validitas pengujian teori *trade-off* dan *pecking order* dijelaskan oleh studi empiris Panno (2003), dan Cai & Ghosh (2003), dimana perusahaan cenderung melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimum jangka panjang ketika *leverage* perusahaan berada di atas *leverage* optimal industrinya (*trade-off theory*). Sebaliknya, prioritas pilihan pendanaan internal ketika *leverage* perusahaan berada di bawah *leverage* optimal industrinya (*pecking order*).

Berdasarkan penelitian Panno (2003), dan Cai & Ghosh (2003), maka untuk menjawab pertanyaan penelitian apakah perusahaan PMA dan perusahaan PMDN di Indonesia dalam menentukan struktur modalnya mengarah pada *pecking order theory* atau *trade-off theory*, dapatlah diajukan hipotesis penelitian seperti di bawah ini:

Hipotesis 22: Perusahaan-perusahaan cenderung melakukan penyesuaian ke target leverage optimum ketika tingkat leverage perusahaan berada di atas leverage optimum industrinya.

Berdasarkan pada semua pokok-pokok pikiran yang telah dipaparkan di atas, dapat diajukan pengembangan model empiris perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) yang *go public* di pasar modal Indonesia pada studi ini seperti pada gambar di bawah ini:

GAMBAR 2.11



Gambar 2.11 di atas mengajukan model empiris untuk menguji secara integral perbedaan struktur modal perusahaan PMA sebagai subsidiari dari *multinational parent company* dengan perusahaan domestik (PMDN) berdasarkan perspektif teori dasar struktur modal (*trade-off theory* atau *pecking order theory*), teori keagenan (*agency theory*) dan teori kontingensi (*contingency theory*). Perbedaan struktur modal kedua status perusahaan ditangkap dalam kontinum perbedaan keputusan investasi, informasi asimetris, biaya keagenan, kebijakan dividen, dan variabel organisasi industri (*structure-conduct-performance*) yang memoderasi hubungan kebijakan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan. Sementara dividen diharapkan dapat menjembatani pengaruh investasi, informasi asimetris dan biaya keagenan terhadap rasio hutang atas total aktiva perusahaan, dalam upaya menekan konflik keagenan kedua status perusahaan (PMA dan/atau PMDN). Profitabilitas (PROF), ukuran perusahaan (SIZE), tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan (GROWTH) dan risiko bisnis (RISK) sebagai indikator formatif keputusan investasi perusahaan. Sedangkan struktur komposisi kepemilikan asset, *assets utilization ratio* (AUR), dan *free cash flow* (FCF) sebagai indikator reflektif bagi biaya keagenan. Karena sulit mengukur informasi asimetris, maka proksi yang digunakan untuk mengukur informasi asimetris adalah indikator reflektif biaya kebangkrutan (BC), penerbitan ekuitas (MV), dan peluang pertumbuhan perusahaan (GO).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini difokuskan pada pengujian secara empiris bangunan model yang dikembangkan berdasarkan *the proposed grand theoretical model*, seperti yang telah disajikan pada Bab II. Integrasi dan identifikasi variabel-variabel determinan struktur modal ke dalam pengujian hipotesis-hipotesis penelitian dilakukan melalui bangunan empat model penelitian empiris untuk menjawab empat pertanyaan penelitian. Model empiris tersebut meliputi; (1) model konvensional determinan struktur modal berdasarkan teori *pecking order*, (2) model struktural kebijakan dividen, investasi dan *leverage* berdasarkan teori keagenan, (3) model struktur modal berdasarkan teori kontingensi, dan (4) model empiris perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN.

Rancangan penelitian ini bersifat penelitian kausal yang menggunakan metode *eksplanatori*, untuk menguji hipotesis penelitian dari karakteristik hubungan atau perbedaan antar kelompok dan interdependensi dari beberapa faktor. Hipotesis-hipotesis yang akan diuji adalah perbedaan struktur pendanaan perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik.

3.2 Populasi dan Sampel

Perusahaan-perusahaan yang menjadi obyek pada penelitian ini adalah perusahaan penanaman modal asing⁴⁰ (PMA) dan perusahaan penanaman modal

⁴⁰ Pengertian PMA dalam studi ini adalah penanaman modal yang dimiliki oleh orang-orang asing dan digunakan untuk menjalankan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Perusahaan tersebut sebagai anak perusahaan (*subsidiaries*) dari sebuah perusahaan multinasional yang berkedudukan kantor pusat di luar negeri dan melakukan kegiatan usaha mulai dari kegiatan produksi sampai dengan kegiatan pemasaran mencakup kegiatan ekonomi antar negara (nasional, bisnis internasional dan transnasional). Pemilik modal perusahaan secara langsung menanggung risiko dari penanaman modal tersebut dan dimungkinkan adanya kerjasama dengan modal nasional (UU No.1/1967).

dalam negeri⁴¹ (PMDN) di Indonesia yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (IDX) *dahulu* Bursa Efek Jakarta (JSX) selama tahun 2000 sampai dengan tahun 2006. Sedangkan yang menjadi sampel penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang berstatus PMA dan PMDN berdasarkan kategori *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2006 dan tahun 2007, dengan klasifikasi industri non finansial/perbankan dan non *whole sale and retail trade* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia yang membayarkan dividen paling sedikit tiga tahun selama kurun waktu pengamatan penelitian, yakni tahun 2000 sampai dengan tahun 2006.

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat tiga variabel terikat atau endogen yang dihipotesiskan pada pengembangan model empiris, yakni variabel *leverage*, investasi dan pembayaran dividen. Berikut ini dijelaskan jenis variabel dan definisi konseptual maupun operasional, disertai cara pengukurannya.

3.3.1 Variabel bebas / Eksogen.

3.3.1.a Biaya Keagenan (*Agency Costs*)

Di dalam disiplin ilmu keuangan, istilah *agency cost* menunjukkan kerugian yang terjadi sebagai dampak konflik agensi yang terjadi antara pemilik (*principal*) dengan pengelola (*agent*) sebuah entitas atau organisasi. Pemilik akan selalu bertentangan dengan pengelola. Pengelola yang selalu ingin mengurangi pos pengeluaran karena ingin mengejar target pencapaian laba, biasanya selalu ditentang oleh pemilik. Idealnya, target pencapaian pengelola

⁴¹ PMDN merupakan penanaman modal yang berupa bagian dari kekayaan masyarakat Indonesia, termasuk hak-hak dan benda-benda baik yang dimiliki oleh negara maupun swasta nasional atau swasta asing yang berdomisili di Indonesia yang disisihkan/disediakan guna menjalankan suatu usaha atau perusahaan (UU No.6/1968). Perusahaan yang dijalankan mencakup basis usaha lingkup kegiatan ekonomi nasional dan bisnis internasional.

entitas tidak perlu bertabrakan dengan kepentingan pemilik. Bila konflik agensi tidak dapat dihindari, dalam kondisi apapun kepentingan pemilik haruslah lebih utama diprioritaskan kepentingannya di atas kepentingan pengelola. Pada intinya, kebijakan apapun yang akan diambil oleh pengelola sehubungan dengan kepentingan pemilik harus dibahas dengan pertimbangan yang matang dan komprehensif bersama para pemegang saham. Dalam hal tabrakan kepentingan yang tidak bisa dihindari, pengelola harus lebih mendahulukan kepentingan pemilik dan harus berani mengorbankan target pencapaian laba bila memang harus terjadi. Kerugian atas keberanian mengorbankan target pencapaian laba untuk mengakomodasi kepentingan pemilik dalam hubungan keagenan ini disebut sebagai biaya keagenan. Biaya keagenan adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan sebagai akibat timbulnya masalah keagenan, seperti biaya pengawasan dan pengontrolan. Menurut Ross (2001), biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer. Biaya keagenan diperkirakan memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *leverage*. Dalam studi ini biaya keagenan untuk model konvensional dan model struktural struktur modal diproksi dengan menggunakan rasio utilisasi aktiva, sebagai suatu ukuran seberapa efektif manajemen perusahaan menggunakan aset-aset perusahaan (Grossman & Hart, 1982; Maloney *et al*, 1993; Ang *et al*, 2000), yakni

$$\text{Assets Utilization Ratio (AUR)} = \text{Annual Sales} / \text{Total Asset}.$$

Efektivitas penggunaan aktiva ini menggambarkan produktivitas yang dicapai oleh pihak manajemen dalam meraih penjualan tahunan perusahaan. Semakin efektif pihak manajemen menggunakan aktiva perusahaan dalam upaya meraih penjualan tahunan (AUR tinggi) akan semakin sedikit biaya ekstra yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan dan pengontrolan. Sebaliknya, semakin tidak efektif pihak manajemen menggunakan aktiva perusahaan (AUR rendah), maka agar efektif akan semakin besar biaya ekstra yang dibutuhkan untuk melakukan pengawasan atau pengendalian perilaku pihak manajemen. Dengan demikian besaran AUR ini berhubungan negatif dengan biaya keagenan.

Disamping menggunakan rasio utilisasi aktiva, biaya keagenan dalam studi ini juga diproksi dari proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusional, manajerial, dan kepemilikan publik. Semakin menyebar (atomistik/terdispersi) kepemilikan saham, maka biaya keagenan akan semakin meningkat.

3.3.1.b Biaya Kebangkrutan (*Banckruptcy Cost*)

Biaya kebangkrutan adalah biaya ekspektasi dari risiko atau kerugian penjualan yang berkaitan dengan peluang kebangkrutan dan kegagalan keuangan (*financial distress*) ketika perusahaan meningkatkan pendanaannya melalui sumber-sumber eksternal (Crutchley & Hansen, 1989; Panno, 2003). Biaya ekspektasi kebangkrutan ketika perusahaan meminjam uang akan berpengaruh pada biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*). Baxter (1967) dan Kraus & Litzenberger (1973) menggunakan konsep biaya kebangkrutan untuk mengemukakan pengoptimalan struktur modal. Masalah utama yang

diperhatikan ketika meminjam uang adalah akan meningkatnya biaya kebangkrutan yang diharapkan. Biaya kebangkrutan yang diharapkan tergantung pada biaya kerugian penjualan dan peluang terjadinya kebangkrutan. Dengan meningkatnya *leverage*, risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan meningkat. Dengan demikian biaya kebangkrutan diharapkan berpengaruh negatif terhadap *leverage*. Myers (1977), Castanias (1983), dan Gaud *et al* (2005) mengukur biaya kebangkrutan dengan proksi risiko kebangkrutan, yakni rasio selisih *fixed charges* dan EBIT terhadap standard deviasi *earning*. Sementara peluang kegagalan diproksi dengan *debt coverage ratio* yang mengukur keragaman kemampuan EBIT dan depresiasi untuk membayar bunga (Castanias, 1983). Dilain pihak, Lee dan Kwok (1988) dan Akhtar (2005) menggunakan rasio standar deviasi EBIT terhadap biaya bunga, untuk proksi biaya kebangkrutan, yang mengukur keragaman kemampuan EBIT membayar bunga. Proksi yang digunakan untuk mengukur biaya kebangkrutan pada studi ini diproksi oleh volatilitas *earning*, seperti yang dilakukan oleh Lee & Kwok (1988), Verschueren & Deloof (2005), dan Akhtar (2005), yakni rasio standar deviasi EBIT terhadap biaya bunga. Alasan menggunakan proksi ini karena volatilitas *earning* berkaitan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan yang berpengaruh pada biaya keagenan hutang. Volatilitas *earning* perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk. Chen & Jiang (2001) menyebutkan bahwa hasil kinerja manajemen yang buruk karena meningkatnya volatilitas *earning* mengakibatkan perusahaan mengalami

kesulitan untuk mendapatkan tambahan dana eksternal (hutang), karena meningkatnya peluang kegagalan keuangan.

3.3.1.c Ukuran perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan diharapkan berpengaruh signifikan terhadap tingkat *leverage*. Perusahaan besar biasanya melakukan diversifikasi usaha sehingga peluang kebangkrutan menjadi kecil. Disamping itu, perusahaan besar lebih mudah dijangkau publik sehingga memiliki biaya hutang yang lebih rendah. Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Ghosh *et al* (2000), Baker & Wurgler (2002) menggunakan proksi Ln(Net Sales) dalam mengukur *size*, sementara Ozkan (2001), Panno (2003), Akhtar (2005), Pao & Chih (2005) menggunakan proksi Ln(Total Assets). Beberapa penelitian tentang *earning management* menggunakan ukuran perusahaan sebagai proksi biaya politik (*political cost*)⁴². Dalam studi ini proksi ukuran perusahaan menggunakan *Ln(Total Assets)*, dengan alasan bahwa total aktiva perusahaan dapat dijadikan sebagai jaminan (*collateral*) ketika perusahaan membutuhkan pendanaan dari sumber eksternal. Semakin besar total aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar kesempatan atau kemampuan perusahaan memperoleh sumber-sumber dana eksternal.

3.3.1.d Tingkat pertumbuhan perusahaan

Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi diharapkan memiliki tingkat *leverage* rendah. Hal ini disebabkan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan aktiva tinggi, lebih mudah melakukan investasi dengan

⁴² Biaya politik diukur dari *market capitalization*, yaitu logaritma natural dari jumlah lembar saham beredar akhir tahun dikalikan dengan harga saham penutupan akhir tahun (Halim *et al*, 2005).

menggunakan dana pemegang saham, sehingga tingkat *leverage* rendah. Pengukuran tingkat pertumbuhan dihitung dari persentase perubahan total aset (TGA) dari periode ke periode berikutnya (Harris & Raviv, 1990; Ghosh *et al*, 2000; Akhtar, 2005). Tingkat pertumbuhan diharapkan berpengaruh negatif pada tingkat *leverage* perusahaan. $TGA = \Delta Total Assets / Total Assets$.

3.3.1.e Profitabilitas perusahaan.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. *Pecking order theory* menunjukkan jika sebuah perusahaan lebih *profitable* maka pendanaannya lebih banyak berasal dari sumber internal, berarti tingkat *leverage* rendah (Myers, 1977). Berbagai proksi digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan. Proksi *Return On Assets* (Cassar & Holmes, 2003; Tong & Green 2005; Pao & Chih, 2005; Eldomiaty *et al*, 2005). Proksi EBITDA (Baker & Wurgler, 2002; Strebulaev, 2003), Proksi *operating income to total assets* (Titman & Wessels, 1988; Rajan & Zingales, 1995; Supanvanij, 2006). Dalam penelitian ini, profitabilitas diproksi sebagai rasio EBIT terhadap total aktiva (Baker & Wurgler, 2002; Strebulaev, 2003; Gaud, 2005), yakni $PROF = EBIT / Total Assets$, yang mengukur *basic earning power* perusahaan.

3.3.1.f *Market Valuation* atau *market timing* diproksi oleh penerbitan ekuitas atau *market to book ratio* (MVEQUITY), yakni *total equity per share* dikalikan dengan *stock's closing price*.

3.3.1.g Variabel bebas lainnya yang relevan dengan determinan struktur modal:

Collateral Value of Assets sebagai rasio *Total Fixed Assets* terhadap *Total*

Assets. Tax Payments sebagai rasio selisih *Earning Before Taxes* dengan *Earning After Taxes* terhadap *Earning Before Taxes*. Sedangkan variabel organisasi industri seperti keunikan produk, R&D dan biaya iklan diproksi oleh *invested capital*, rasio konsentrasi industri diproksi oleh pangsa pasar (*market share*), sementara kinerja industri diproksi oleh efisiensi, yakni rasio antara *net sales* terhadap *investment* atau *Return On Investment*.

3.3.2 Variabel terikat/endogen dalam penelitian ini adalah rasio hutang atas aktiva (*leverage*), *investment*, dan dividen perusahaan.

3.3.2.a Tingkat *leverage* dihitung dari rasio total kewajiban (*liabilities*) terhadap total aktiva (Baker & Wurgler, 2002; Cassar & Holmes, 2003; Pao & Chih, 2005; Supanvanij, 2006), namun didasarkan pada nilai buku (*book value of leverage*) dan pada nilai pasar (*market value of leverage*), yakni:

$$\text{Book Leverage} = \text{Total Liabilities} / \text{Total Assets}$$

$$\text{Market Value of Leverage} = (\text{Total Liabilities}) / (\text{Total Asssets} - \text{Total Equity} + \text{Market Value of Common Stocks}).$$

Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang dapat memberikan perimbangan antara marjinal manfaat penggunaan hutang dengan marjinal pengorbanan penggunaan hutang (Modigliani & Miller, 1958). Namun, dengan konsep biaya keagenan, struktur modal yang baik dapat diperoleh dengan mengimbangkan marjinal biaya keagenan hutang dengan marjinal biaya keagenan ekuitas (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003). Teorinya mengasumsikan bahwa biaya keagenan penggunaan hutang meningkat sejalan dengan bertambahnya hutang. Proporsi penggunaan modal sendiri

pada struktur modal akan berkurang ketika hutang bertambah, sehingga biaya keagenan ekuitas menurun. Oleh karena itu untuk memperoleh rasio hutang atas modal sendiri yang optimal dapat dilakukan melalui perimbangan biaya keagenan hutang dengan manfaat hutang. Meningkatkan penggunaan hutang akan meningkatkan biaya keagenan hutang karena meningkatnya risiko keuangan dan peluang kebangkrutan (*financial distress*). Sepanjang manfaat penggunaan hutang masih besar, hutang akan ditambah, tetapi bila biaya keagenan menggunakan hutang sudah lebih besar daripada manfaat menggunakan hutang maka hutang tidak lagi baik untuk ditambah (Myers, 1984). Dengan demikian struktur modal yang baik menurut Myers (1984) dapat ditentukan dengan pengimbangan antara manfaat penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan, yang disebut dengan model *balancing* atau *trade-off*. Ketika perusahaan mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost* karena hadirnya informasi asimetris, maka struktur modal optimal dapat ditentukan dengan pengimbangan manfaat penggunaan hutang dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Implikasi model *trade-off* adalah semakin besar penggunaan hutang, semakin besar manfaat dari hutang (*leverage gain*) tapi hanya sampai titik tertentu. Bringham *et al* (1999) mengemukakan bahwa implikasi dari teori *trade-off* mengakibatkan perusahaan dengan risiko bisnis dan biaya keagenan yang tinggi menggunakan hutang yang rendah, sedangkan perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi akan memperoleh manfaat penghematan

pajak bila menggunakan hutang. Pada penelitian ini, perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik didasarkan pada tingkat *leverage* optimal yang mempertimbangkan *financial distress* dan *agency cost*. Perusahaan PMA yang melakukan afiliasi bisnis kompleks antar negara walaupun memiliki peluang untuk meraih lebih banyak hutang (*external borrowing and borrowing from the parent*) dan memperoleh *debt reduction* karena melakukan diversifikasi internasional, namun menghadapi *financial distress* dan *agency problem* yang lebih besar dari pada PMDN, sehingga sebagaimana ditunjukkan oleh Jensen & Meckling (1976), Bringham *et al* (1999) dan Mao (2003); *diharapkan* tingkat *leverage* perusahaan multinasional (PMA) akan lebih rendah daripada perusahaan domestik (PMDN). Oleh karena alasan tersebut, perilaku mengoptimalkan struktur modal kedua status perusahaan tersebut akan ditentukan oleh tingkat *leverage* optimalnya (*trade-off theory*).

3.3.2.b *Investment*, diukur dengan persentase pengeluaran untuk *plant, equipment, R&D* terhadap *total assets* (Jensen *et al*, 1992; Baker & Wurgler, 2002). Chen & Stainer (1999) mengukur *investment* dengan logaritma dari rasio total asset periode saat ini terhadap total aset pada periode sebelumnya. Penelitian ini mengukur investasi sebagai logaritma dari total pengeluaran untuk investasi perusahaan, yang menunjukkan *percentage change of investment*. Sementara pengeluaran untuk biaya riset & pengembangan (R&D) diproksi oleh *invested capital*, yakni $(Total Assets - Total Equity + Market Value of Common Stocks)$ dibagi *Fixed Assets*.

3.3.2.c Kebijakan dividen.

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) mengemukakan dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan ekuitas (*agency cost of equity*) karena konflik antara manajemen dengan pemegang saham.

Pembayaran dividen merupakan bagian dari monitoring perusahaan. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diukur dengan mempertimbangkan nilai pasar kekayaan pemegang saham selain agen (perspektif teori keagenan), yakni *dividend yield* sebagai rasio *total common stock cash dividend* terhadap *total common stocks* dan *stock's closing price*.

TABEL 3.1
RINGKASAN VARIABEL PENELITIAN DALAM STUDI INI:

VARIABEL	PROKSI (INDIKATOR)	PENJELASAN TEORITIS ATAU EMPIRIS
<i>Leverage (Debt Ratio)</i>	Debt-to-Total Assets (D/A)	Ukuran rasio hutang terhadap total aktiva (Jensen <i>et al</i> , 1992; Rajan & Zingales, 1995; Ghosh <i>et al</i> , 2000; Bhaduri, 2002; Fama & French, 2002; Baker & Wurgler, 2002; Cassar & Holmes, 2003; Desai <i>et al</i> , 2004; Chen & Strange, 2005; Pao & Chih, 2005; Gaud <i>et al</i> , 2005; Ojah & Manrique, 2005; Tong & Green, 2005; Supanvanij, 2006).
Profitabilitas	EBIT to Total Assets atau EBIT/A (Earnings Before Interest, Taxes and Depreciation over Total Assets).	Mengukur rasio kemampuan perusahaan yang menunjukkan hubungan antara profitabilitas dan <i>leverage</i> (Ozkan, 2001; Fama & French, 2002; Baker & Wurgler, 2002; Cassar & Holmes, 2003; Strebulaev, 2003; Gaud <i>et al</i> , 2005; Deshmukh, 2005; Kuo & Wang, 2005; Tong & Green, 2005; Sayilgan <i>et al</i> , 2006; Supanvanij, 2006)
Biaya Keagenan (<i>Agency Costs</i>)	Assets Utilization Ratio (AUR)	Mengukur efektivitas pihak manajemen mengelola aset perusahaan untuk meraih penjualan, yakni rasio <i>annual sales</i> terhadap <i>total asset</i> . (Grossman & Hart, 1992; Maloney <i>et al</i> , 1993; Wruck, 1994; Ang <i>et al</i> ,

	<p>Market-to-Book Equity</p> <p>Kepemilikan saham oleh pihak manajemen, institusional, dan publik.</p>	<p>2000; Eldomiaty <i>et al</i>, 2005). Semakin efektif pengelolaan aktiva, semakin rendah biaya keagenan, sebaliknya semakin rendah efektivitas manajemen menggunakan aktiva, semakin tinggi biaya keagenan.</p> <p>Mengukur rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas (Baker & Wurgler, 2002; Ju, 2005). Model dinamis Baker & Wurgler (2002) menggunakan proksi M/B untuk biaya keagenan ekuitas. Ketika nilai pasar ekuitas tinggi, penerbitan ekuitas akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas.</p> <p>Mengukur proporsi dari saham biasa yang dimiliki oleh pejabat (CEO), direktur perusahaan, dan institusional (Mollah,2000; Ju, 2005; Deshmukh, 2005; Chen & Strange, 2006). Meningkatnya proporsi struktur kepemilikan saham oleh pihak manajemen, institusional dan publik ini meningkatkan biaya keagenan.</p>
<p>Biaya Kebangkrutan (<i>Banckruptcy Costs</i>)</p>	<p>Bankruptcy Risk (BR)</p> <p>Volatilitas <i>Earning</i></p>	<p>Mengukur risiko kebangkrutan sebagai keragaman kemampuan EBIT dan depresiasi untuk membayar bunga, yakni rasio selisih biaya tetap dengan EBIT terhadap standar deviasi <i>earning</i>.</p> $BR = (\text{fixed charges} - EBIT) / \sigma\pi$ <p>(Castanias, 1993; Strebulaev, 2003; Ju, 2005; Eldomiaty <i>et al</i>, 2005)</p> <p>Mengukur keragaman kemampuan EBIT membayar bunga, yakni rasio standar deviasi EBIT terhadap biaya bunga. Lee & Kwok (1988), Akhtar (2005), Verschueren & Deloof (2005), Chen & Jiang (2001), Bhaduri (2002), Low & Chen (2004), Gaud <i>et al</i> (2005). Volatilitas <i>earning</i> yang tinggi sebagai cerminan hasil kinerja manajemen yang buruk akan meningkatkan biaya kebangkrutan.</p>
<p>Ukuran Perusahaan (<i>SIZE</i>)</p>	<p>Ln (Total Assets)</p>	<p>Besarnya total aktiva yang dapat dijadikan jaminan pada komposisi struktur modal (Homaifar <i>et al</i>,1994; Ghosh <i>et al</i>, 2000; Ozkan, 2001,</p>

	Ln (Net Sales)	<p>Panno, 2003; Chen & Strange, 2005; Akhtar, 2005; Kuo & Wang, 2005; Ojah & Manrique, 2005; Pao & Chih, 2005). Semakin besar total aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan sehingga semakin besar kesempatan atau kemampuan perusahaan memperoleh sumber-sumber dana eksternal.</p> <p>Proksi besarnya perubahan penjualan bersih yang mengindikasikan bahwa perusahaan besar/kecil memiliki kemampuan memperoleh laba bersih yang tinggi/rendah. Titman & Wessels (1988), Rajan & Zingales (1995), Bevan & Danbolt, (2002), Fama & French (2002), Baker & Wurgler (2002), Desai <i>et al</i> (2004), Kuo & Wang (2005); Sayilgan <i>et al</i>, (2006), Supanvanij (2006).</p>
Pertumbuhan (<i>Growth</i>)	$TGA = \Delta \text{Total Assets} / \text{Total Assets}$.	Proksi bagi tingkat pertumbuhan asset dan/atau nilai penjualan perusahaan. (Voulgaris <i>et al</i> , 2002; Tong & Green, 2005; Sayilgan 2006, Myers, 1977; Kim & Sorensen, 1986; Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Ghosh, 2000; Pao & Chih, 2005).
Peluang Pertumbuhan Investasi (<i>Investment Opportunities</i>).	<p>Invested Capital (Market to Book Assets)</p> <p>Dividend to Market Equity and R&D Expenditure [Div / (ME + R&D)]</p>	<p>Mengukur rasio nilai pasar asset thd nilai buku asset, sebagai cerminan <i>percentage change in investment</i> perusahaan (Myers, 1984; Titman & Wessels, 1988; Harris & Raviv, 1991; Rajan & Zingales, 1995; Ozkan, 2001; Baker & Wurgler, 2002; Bevan & Danbold, 2002; Strebulaev, 2003; Low & Chen, 2004; Deshmukh, 2005; Gaud <i>et al</i>, 2005; Supanvanij, 2006).</p> <p>Mengukur rasio dividen yield terhadap nilai pasar ekuitas dan biaya pengembangan, sebagai cerminan kesempatan investasi keuangan perusahaan. (Fama & French, 2002; Tong & Green, 2005; Deshmukh, 2005).</p>

Investasi	Rasio net plant, equipment and R&D terhadap total aktiva.	Mengukur persentase pengeluaran untuk investasi fisik terhadap total aktiva yang dimiliki (Jensen <i>et al</i> , 1992; Baker & Wurgler, 2002; Desai <i>et al</i> , 2004; Pao & Chih, 2005).
Pembayaran Dividen	Dividends Payout Ratio Dividend Yield = <i>total commonstock cash dividend</i> dibagi (<i>total commonstocks + stock's closing price</i>).	Mengukur rasio dividen per lembar saham terhadap laba per lembar saham (Han <i>et al</i> , 1999; Mollah <i>et al</i> , 2000; Panno, 2003; Deshmukh, 2005; Eldomiatty <i>et al</i> , 2005; Ju <i>et al</i> , 2005; Tong & Green, 2005). Mempertimbangkan nilai pasar kekayaan pemegang saham selain agen (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Fama & French, 2002).
<i>Tangibility</i> atau <i>Collateral Assets (CVA)</i>	FATA (rasio aktiva tetap terhadap total aktiva)	Mengukur besarnya aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan (Titman & Wessels, 1988; Ghosh <i>et al</i> , 2000; Booth <i>et al</i> , 2001; Akhtar, 2005; Pao & Chih, 2005; Gaud <i>et al</i> , 2005; Ojah & Manrique, 2005; Supanvanij 2006; dan Sayilgan, 2006).
Informasi Asimetris	Peluang kebangkrutan, peluang tumbuh, <i>market-to-book equity</i> . Dividend-to-EBT	Proksi-proksi asimetris informasi yang umum dalam riset-riset keuangan. Semakin besar nilai dari proksi-proksi ini semakin menambah tidak simetris informasi (terdispersi). Ghosh <i>et al</i> (2000), Booth <i>et al</i> (2001), Bevan & Danbolt (2002), Voulgaris <i>et al</i> (2002), Pao & Chih (2005); Dividen sebagai signal meningkatnya laba bersih perusahaan, sehingga dapat mendorong praktek <i>moral hazard</i> dari pengelola atau pemilik ekuitas (Bhaduri, 2002; Ojah & Manrique, 2005).
Penerbitan Ekuitas (<i>Market Timing</i>)	Market-to-Book Equity	Mengukur <i>market valuation</i> sehingga dapat memutuskan kapan saat menerbitkan ekuitas, dan membeli kembali ekuitas. <i>Market timing</i> diukur dari rasio nilai pasar terhadap nilai buku sekuritas atau ekuitas. (Zwiebel, 1996; Baker & Wurgler, 2002; Strebulaev, 2003; Frank & Goyal, 2004; Hennesy & Whited, 2005).

<p>Organisasi Industri</p>	<p><i>S-C-P Paradigm</i></p> <p>Struktur Industri: (<i>Market Structure</i>)</p> <p>Pangsa pasar (<i>market share</i>): rasio <i>net sales</i> perusahaan thd total <i>net sales</i> industri.</p> <p>Indeks Herfindahl, indeks Rothschild, elastisitas harga produk (<i>price elasticity of demand</i>), derajat interna- sionalisasi.</p> <p>Perilaku Industri: (<i>Conduct</i>)</p> <p>Keunggulan biaya & mutu, R&D, periklanan, keunikan produk, diversifikasi, <i>collusive arrangement</i>, indeks Lerner, <i>mark-up pricing</i>.</p> <p>Kinerja Industri: (<i>Performance</i>)</p> <p>Produktifitas, efisiensi profit, surplus produsen dan surplus konsumen, indeks peringkat industri, Dansby- Willig Index.</p>	<p>Mengukur bagaimana perusahaan-perusahaan dan industri diorganisasikan, serta bagaimana pengorganisasiannya mempengaruhi perekonomian dari sudut <i>social welfare</i>.</p> <p>Mengukur tingkat persaingan yang ada pada suatu industri (konsentrasi industri/<i>market power</i>).</p> <p>Pangsa pasar yang tinggi cerminan konsentrasi industri tinggi, <i>vice-versa</i></p> <p>Sullivan (1974), Raviv (1988), Tirole (1988), Maksimovic (1988), Shapiro (1989), Allen <i>et al</i> (1994), Kovenock & Phillips (1997), Kwok & Reeb (2000), Bhattacharya (2002), Berger & Patti (2003), Lord & Farr (2003). Low & Chen (2004), Akhtar (2005), Kuo & Wang (2005), Miao (2005).</p> <p>Mengukur kemampuan perusahaan mempengaruhi keseimbangan pasar melalui strategi-strategi bisnis yang dijalankan.</p> <p>Sullivan (1974), Mueller & Rogers (1980), Lindenberg & Ross (1981), Kim & Lyn (1986), Fischer (1987), Titman & Wessels (1988), Burgman (1996); Low & Chen (2004), Kuo & Wang (2005), Keat & Young (2003), Baye (2006).</p> <p>Mengukur keberhasilan perusahaan-perusahaan memberikan nilai bagi kesejahteraan ekonomi masyarakat atau industri.</p> <p>Israel (1992), Kovenock & Phillips (1997), Bhattacharya (2002), Berger & Patti (2003), Keat & Young (2003), Baye (2006).</p>
<p>Pajak Korporasi</p>	<p><i>TaxPayment</i></p>	<p>mengukur besarnya pajak yang dibayarkan sebagai rasio dari selisih EBT dengan EAT terhadap EBT.</p> <p>Ozkan (2001), Fama & French (2002), Baker & Wurgler (2002), Pao & Chih (2005), Gaud <i>et al</i> (2005), Sayilgan <i>et al</i> (2006).</p> <p>Tidak sedikit periset keuangan yang menggunakan proksi <i>non-debt tax shield</i> (NDTS) untuk mengukur</p>

		pajak korporasi sebagai rasio total biaya penyusutan terhadap total aktiva yang diperoleh dari penghematan pembayaran bunga ketika menghitung pajak (Titman & Wessels, 1988; Ghosh <i>et al</i> , 2000; Bhaduri, 2002; Akhtar, 2005).
Keunikan Produk <i>(Uniqueness)</i>	SE/S = Selling Expenses over Sales. R&D Expenses over Sales. Invested Capital to Fixed Assets.	Mengukur rasio biaya penjualan terhadap total penjualan (Titman & Wessels, 1988; Ghosh <i>et al</i> , 2000). Mengukur rasio biaya riset dan pengembangan terhadap total penjualan (Myers, 1977; Kim & Lyn, 1986; Fischer, 1987; Burgman, 1996; Ghosh <i>et al</i> , 2000; Bhaduri, 2002). Biaya-biaya yang timbul karena perusahaan melakukan proteksi dari upaya peniruan pesaing atas inovasi/diferensiasi produknya. Dalam penelitian ini keunikan produk sebagai cerminan perilaku industri (<i>conduct</i>) diproksi dari <i>invested capital</i> yang menunjukkan set kesempatan investasi (IOS) berbasis investasi yang dikeluarkan untuk pengembangan produk. Semakin tinggi peluang pertumbuhan investasi, maka diharapkan akan semakin tinggi biaya riset dan pengembangan yang dibutuhkan untuk melakukan diferensiasi produk perusahaan (Fama & French, 2000; Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005; Pao & Chih, 2005).
Risiko Bisnis	Volatilitas atau standard deviasi ROA. Coefficient of Variation of first difference in EBIT.	Ukuran keragaman absolut dari laba usaha (ROA) perusahaan; semakin tinggi keragaman ROA maka akan semakin volatil (berisiko). Ghosh <i>et al</i> (2000), Booth <i>et al</i> (2001), Pao & Chih (2005), Chen & Strange (2006), Supanvanij (2006). Ukuran keragaman relatif dari EBIT perusahaan, semakin tinggi CV maka laba bisnis akan semakin berisiko (Chaplinsky, 1984; Bradley, Jarrell & Kim, 1984; dan Burgman, 1996).

3.4 Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang bersifat panel data berupa *cross-sectional* dan *time series*. Data yang dikumpulkan adalah data perusahaan PMA dan PMDN di sektor non finansial dan *non whole sale & retail trade* yang *go public* di pasar modal Indonesia periode pemulihan dan stabilitas ekonomi, yakni tahun 1997-2006. Data diperoleh dari dokumentasi Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia *dahulu* Bursa Efek Jakarta, *JSX Statistic*, ICMD2000 sampai dengan ICMD2007, Statistik Bapepam, laporan keuangan publikasi internet: <http://www.jsx.co.id> dan <http://www.indoexchange.com>

3.5 Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *multistage sampling with purposive*. Langkah pertama yang dilakukan adalah pengelompokkan semua perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia ke dalam status perusahaan PMA atau PMDN menurut klasifikasi ICMD 2006 dan ICMD 2007. Kemudian, langkah kedua adalah mengelompokkan masing-masing status perusahaan berdasarkan *sampling frame* sektor industri yang *tidak* tergolong industri finansial/perbankan dan *whole sale and retail trade*. Langkah ketiga adalah memilih perusahaan-perusahaan yang akan dijadikan *sampling* berdasarkan jumlah asset dan konsisten membayarkan dividen paling sedikit tiga tahun selama kurun waktu tahun 2000 sampai dengan tahun 2006.

3.6 Metode Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji variabel-variabel determinan struktur modal yang mempengaruhi *leverage* dalam studi ini, digunakan model regresi linear ganda dengan teknik *Ordinary Least Square*, baik untuk model statis maupun dinamis,

dengan terlebih dahulu memeriksa asumsi-asumsi klasik (BLUE) yang harus dipenuhi oleh sebuah model regresi linear berganda. Sedangkan untuk model empiris struktural berdasarkan teori keagenan dan kontingensi digunakan teknik *Two Stages Least Square* (2SLS) dengan *fixed effect* dan/atau koefisien regresi berubah. Untuk menguji postulasi keberadaan variabel organisasi industri atau konsentrasi industri secara eksplisit dapat mempengaruhi struktur modal dan keputusan investasi perusahaan, dilakukan dengan pengujian kausalitas Granger (*Granger's Causality Temporal Sense*) pada model dinamis struktur modal, yakni: $LEV_t = f [LEV_{t-j}, INV_{t-j}, \text{Variabel (OI)}_{t-j}]$.

Kemudian perbedaan tingkat *leverage* perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN), diuji dengan menggunakan analisis profil atau *Chow-test*.

3.6.1 Pengujian Perbedaan Rata-rata Dua Populasi

(A). Pengujian Univariate.

Pengujian perbedaan rata-rata dua populasi untuk melihat perbedaan dua determinan utama struktur pendanaan antara PMA dan PMDN, dilakukan melalui pengujian hipotesis: $H_0 : \mu_{MNC} = \mu_{DC}$ lawan $H_a : \mu_{MNC} \neq \mu_{DC}$ dengan asumsi varians kedua populasi sama.

Statistik uji :

$$t_{hit} = \frac{\bar{x}_{mnc} - \bar{x}_{dc}}{Sp \sqrt{\frac{1}{n_{mnc}} + \frac{1}{n_{dc}}}} \sim \frac{t_{\alpha}}{2} (nmnc + ndc - 2)$$

dimana Sp = standar deviasi gabungan yang diperoleh melalui :

$$Sp = \sqrt{\frac{(n_{mnc} - 1)S^2_{mnc} + (n_{dc} - 1)S^2_{dc}}{n_{mnc} + n_{dc} - 2}}$$

Kriteria keputusan: Bila $t_{hit} > \frac{t_{\alpha}}{2} (nmnc + ndc - 2)$ maka tolak H_0 , dan H_0 tidak dapat ditolak untuk sebaliknya.

(B) Pengujian Multivariate.

Pengujian perbedaan vektor rata-rata dua populasi untuk melihat perbedaan dua determinan utama struktur pendanaan antara PMA dan PMDN, dilakukan melalui pengujian hipotesis $H_0 : \mu_{MNC} = \mu_{DC}$ lawan $H_a : \mu_{MNC} \neq \mu_{DC}$ asumsi matriks varian-kovarian kedua populasi identik. Dengan statistik uji :

$$F_{hit} = [(N_1 + N_2 - p - 1) / (N_1 + N_2 - 2)p] (T^2) \sim F_{\alpha}(v_1, v_2)$$

dengan derajat bebas $v_1 = p$ dan $v_2 = N_1 + N_2 - p - 1$

dimana statistik *Hotelling* $T^2 = [N_1 N_2 / (N_1 + N_2)] (\mathbf{x}_1 - \mathbf{x}_2)' \Sigma^{-1} (\mathbf{x}_1 - \mathbf{x}_2)$

\mathbf{x}_1 dan \mathbf{x}_2 masing-masing vektor parameter rata-rata MNC dan DC

Σ adalah matriks varian-kovarian sampel gabungan, dengan

$\Sigma = [1 / (N_1 + N_2 - 2)] (\mathbf{S}_1 + \mathbf{S}_2)$ sedangkan \mathbf{S}_1 dan \mathbf{S}_2 adalah masing-masing matriks varian-kovarian PMA dan PMDN.

Penolakan H_0 bila $F_{hit} > F_{\alpha}(v_1, v_2)$ atau $P\text{-value} < \alpha$ yang menunjukkan ukuran peluang menolak H_0 padahal H_0 benar (salah jenis I).

3.6.2 Pengujian Asumsi Klasik Model Regresi Linier Ganda

Model regresi yang diestimasi harus termasuk dalam BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) yang memenuhi persyaratan berikut:

3.6.2.a Linearitas

Uji ini digunakan untuk melihat apakah model empiris memenuhi spesifikasi model yang linear dalam parameter sekalipun tidak linear dalam hubungan antar variabel. Untuk menguji linearitas hubungan 2 variabel maka dilakukan dengan membuat diagram pencar (*scatter plot*) antara dua variabel tersebut. Dari sini bisa dilihat apakah titik-titik data

membentuk pola linear atau tidak. Uji RESET dari Ramsey (1969) juga dapat digunakan untuk menguji linearitas hubungan antar variabel, dengan statistik uji:

$$F_{hit} = [(R^2_{new} - R^2_{old})/m] / [(1 - R^2_{new})/(n - k)]$$

Kriteria penolakan H_0 bila $F_{hit} > F_{\alpha}(v_1, v_2)$ atau bila $P\text{-value} < \alpha$ (salah jenis I).

3.6.2.b Homoskedastisitas

Untuk memeriksa apakah varians residual model regresi homogen dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain, dilakukan menurut prosedur Draper dan Smith (1981) yaitu dengan membuat plot residual pada variabel terikat prediksinya. Bila plot residual berpola sistematis berarti varians residual tidak homogen. Perilaku residual yang dianggap layak akan terlihat apabila nilai-nilai residual membentuk suatu pita mendatar di sekitar garis $\epsilon_i = 0$ atau bila dilakukan pembakuan komponen residual (ϵ_i/s) dengan peluang 95% akan berada dalam interval (-2,2).

Uji homoskedastisitas dapat juga dilakukan dengan uji Park. Park menyarankan penggunaan ϵ_i^2 sebagai pendekatan σ_i^2 dan melakukan regresi sebagai berikut:

$$\text{Ln } \epsilon_i^2 = \text{Ln } \sigma^2 + \beta \text{Ln } X_i + \xi_i \quad \text{atau} \quad \text{Ln } \epsilon_i^2 = \alpha + \beta \text{Ln } X_i + \xi_i$$

dimana $\xi_i = \text{error terms}$ stokastik.

Jika β ternyata signifikan secara statistik, maka diindikasikan bahwa varians residual data tersebut melanggar asumsi homoskedastisitas; dan apabila β tidak signifikan maka varians residual data homogen. Pengujian homoskedastisitas dapat juga dilakukan melalui uji Goldfeld-Quandt, uji Breusch-Pagan, uji White, dan uji Glejser.

3.6.2.c Autokorelasi

Pengujian ini bertujuan memeriksa apakah residual (*error term*) dari satu pengamatan saling bebas ke pengamatan lainnya. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas

dari autokorelasi. Untuk menguji autokorelasi dapat dilakukan dengan uji Durbin-Watson (DW test), uji Breusch-Godfrey (BG test), uji Ljung Box, dan *Run test*. Sedangkan untuk mengatasi persoalan autokorelasi dapat digunakan prosedur *quasi first difference method* dari Cochrane-Orcutt. Penelitian ini menggunakan panel data yakni data *cross section* dan data *time series*, maka dilakukan pengujian autokorelasi untuk data yang menggunakan *time series*, kemudian penyelesaian koefisien regresi untuk *autoregressive error term* pada model regresinya menggunakan prosedur Cochrane-Orcutt (*quasi first difference method*). Teknik penyelesaian Cochrane-Orcutt sebagai bentuk transformasi *Ridge regression* ini selain mengatasi persoalan autokorelasi atau bentuk *autoregressive* dalam *error term* dari suatu model regresi linear, juga dapat mengatasi persoalan multikolinearitas.

3.6.2.d Multikolinearitas

Multikolinearitas menunjukkan ada korelasi serius di antara beberapa atau semua variabel bebas dari model regresi linear ganda. Konsekuensi jika terdapat multikolinearitas adalah standar deviasi koefisien variabel bebas *tinggi* dan dugaan koefisien regresi peka terhadap penambahan atau pengurangan variabel bebas dan jumlah pengamatan. Untuk mengatasi hal ini dapat diantisipasi dengan memilih variabel-variabel bebas yang relevan dengan variabel terikat, dimana korelasi antar variabel bebasnya bernilai rendah, atau mentransformasikan variabel-variabel dalam bentuk *first difference* seperti dalam bentuk *Ridge regression* dengan penyelesaian persamaan normal regresi:

$$\hat{\beta}^* = (X'X - rI)^{-1} X'Y$$

3.6.2.e Normalitas

Salah satu cara memeriksa normalitas adalah dengan plot probabilitas normal. Melalui plot ini, masing-masing nilai pengamatan dipasangkan dengan nilai harapan dari distribusi normal, dan apabila titik-titik terkumpul di sekitar garis lurus, hal ini menunjukkan populasinya normal. Atau secara sederhana dapat diuji dengan memeriksa kemencengan (*skewness*) dan keruncingan (*kurtosis*) dari residual. Statistik uji yang digunakan adalah $Z_{skewness} = skewness / \sqrt{(6/n)}$ dan $Z_{kurtosis} = kurtosis / \sqrt{(24/n)}$.

Selain itu, normalitas juga dapat diuji dengan uji Shapiro-Wilks atau uji Jarque-Berra,

3.6.3 Analisis Regresi Linier Ganda

Bentuk matematis regresi linier ganda untuk model konvensional, model struktural dan model dinamis struktur modal yang akan diestimasi dalam penelitian ini dipostulatkan sebagai: $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k + \xi$, dimana $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ adalah koefisien regresi masing-masing variabel bebas atau variabel eksogen (X_k) determinan struktur modal. Sedangkan Y merupakan variabel terikat atau variabel endogen dari model struktur modal. Keberartian model regresi linear diuji dengan

statistik uji:

$$F_{hit} = \frac{KuadratTengah\Re\ gresi}{KuadratTengah\Re\ sidual}$$

Sedangkan pengujian koefisien regresi masing-masing variabel bebas atau eksogen

dilakukan dengan statistik uji :

$$t_{hit} = \frac{b_i}{S_{b_i}} \sim t_{\frac{\alpha}{2}(n-p)}$$

3.6.4 Pengujian Chow test

Untuk menguji kesamaan koefisien-koefisien model regresi dari dua sampel observasi berbeda, Chow (1960) memformulasikan cara pengujian kesamaan koefisien-koefisien

model regresi dari sampel observasi yang berbeda, baik sampel data *time series* maupun data *cross section*, dengan prosedur sebagai berikut:

- a. Gabungkan observasi untuk N_1 dan N_2 dan lakukan regresi dengan data observasi gabungan: $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \dots + \beta_k X_k + \mu$. Dari regresi ini diperoleh nilai *Residual Sum of Squares* (RSS_1), dengan derajat bebas $v = N_1 + N_2 - p$.
- b. Regresikan terpisah data observasi N_1 dan N_2 , diperoleh nilai RSS_2 dan RSS_3 berderajat bebas $N_1 - p$ dan $N_2 - p$. Peroleh $RSS_4 = RSS_2 + RSS_3$ berderajat bebas $= N_1 + N_2 - 2p$, kemudian hitung nilai $RSS_5 = RSS_1 - RSS_4$
- c. Gunakan F-test dengan formulasi sebagai berikut :

$$F_{hit} = \frac{RSS_5 / p}{RSS_4 / (N_1 + N_2 - 2p)} \sim F_{\alpha(p, n_1 + n_2 - 2p)}$$

Pengujian perbedaan tingkat *leverage* PMA dengan PMDN dapat juga dikonstruksi melalui model regresi gabungan yang menggunakan interaksi variabel *dummy* dengan variabel bebas, seperti model berikut:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1(AUR) + \beta_2(EARNVOL) + \beta_3(PROF) + \beta_4(SIZE) + \beta_5(GROWTH) + \beta_6(TAX) + \beta_7(CVA) + \beta_8(RISK) + \beta_9(MVEQ) + \dots + \beta_k X_k + \beta_{10}(Dummy) + \beta_{110}(AUR * D) + \beta_{210}(EARNVOL * D) + \beta_{310}(EBIT/A * D) + \beta_{410}(SIZE * D) + \beta_{510}(GROWTH * D) + \beta_{610}(TAX * D) + \beta_{710}(CVA * D) + \beta_{810}(RISK * D) + \beta_{910}(MVEQ * D) + \dots + \beta_{k10}(X_k * D) + \xi$$

dimana $D = 1$ bila berstatus PMA, dan $D = 0$ bila berstatus PMDN.

3.6.5 Pengujian Koefisien Regresi Model Dinamis Struktur Modal

Sebagaimana disebutkan, bahwa tujuan penelitian ini selain menguji determinan struktur modal dengan model komparatif statis seperti yang tertuang dalam pengujian empiris data *cross-section* model konvensional, namun juga menguji model dinamis dengan data panel, seperti dilakukan oleh Baker & Wurgler (2002), Strebulaev (2003),

Pao & Chih (2005), dan Gaud *et al* (2005). Pemilihan variabel bebas *time series* model dinamis determinan struktur modal pada penelitian ini didasarkan pada studi empiris Rajan & Zingales (1995), dan Baker & Wurgler yakni *profitability, growth opportunities, firm size, financial distress costs, tangible assets, market valuation*, dan *target leverage*. Dengan model dinamis struktur modal ini akan difokuskan pada pengujian apakah *equity market timing* atau *market valuation* yang mengindikasikan *growth opportunities, risk* atau *financial distress costs, agency cost* dan *asymmetric information* mempengaruhi perubahan *book leverage* per periode analisis. Baker & Wurgler (2002), Strebulaev (2003), dan Gaud *et al* (2005), menunjukkan bukti empiris *market valuation* periode(T-K) berpengaruh **negatif** terhadap perubahan *book leverage* periode T. Sementara *tangible assets* periode (T-K) sebagai proksi *less asymmetric information* atau *collateral assets* diharapkan berpengaruh **positif** pada perubahan *book leverage* periode T (Baker & Wurgler, 2002; Pao & Chih, 2005). Hal yang sama untuk ukuran perusahaan periode (T-K) berpengaruh **positif** pada perubahan *book leverage* periode T (Baker & Wurgler, 2002; Pao & Chih, 2005; Gaud *et al*, 2005). Profitabilitas periode (T-K) yang mencerminkan ketersediaan dana internal diharapkan berpengaruh **negatif** terhadap perubahan *book leverage* periode T (Myers, 1984; Titman & Wessel, 1988; Voulgaris *et al*, 2002; Baker & Wurgler, 2002; Strebulaev, 2003; Pao & Chih, 2005; Gaud *et al*, 2005). Sedangkan *target book leverage* periode (T-K) diharapkan akan **konvergen** atau **divergen** di sekitar dan/atau dari perubahan *book leverage* periode T. Pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap perubahan *book leverage*, dapat dituang ke dalam persamaan model dinamis berikut:

$$(D/A)_{T-} - (D/A)_{T-K} = \varphi_0 + \varphi_1 (M/B)_{T-K} + \varphi_2 (CVA)_{T-K} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-K} + \varphi_4 \ln(\text{Total Assets})_{T-K} + \varphi_5 (Depr/A)_{T-K} + \varphi_6 (D/A)_{T-K} + \xi_T$$

Keterangan:

D/A = *book leverage* atau *total liabilities to total assets ratio*.

M/B = *market valuation* atau *market-to-book equity ratio*.

CVA = *tangible to total assets ratio*.

EBIT/A = proksi profitabilitas, yakni rasio EBIT terhadap total asset.

Ln(Total Assets) = proksi ukuran perusahaan (*size*).

Subscript (T-K) = periode ke-T dengan lag-K.

ξ_t = *stochastic error terms*.

Sebagai alternatif dalam penelitian ini juga akan dikonstruksi model dinamis yang mengakomodasikan variabel *time series* dividen, penyusutan, dan biaya R&D, seperti yang dilakukan Fama & French (2002), dengan memberi tambahan notasi koefisien regresi φ_8 untuk variabel $(D/A)_{T-K}$ yakni:

$$(D/A)_T = \varphi_0 + \varphi_1 (M/B)_{T-K} + \varphi_2 (CVA)_{T-K} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-K} + \varphi_4 (Div/ME)_{T-K} + \varphi_5 (Size)_{T-K} + \varphi_6 (Depr/A)_{T-K} + \varphi_7 (R\&D/A)_{T-K} + \varphi_8 (D/A)_{T-K} + \xi_T$$

Keterangan:

Div/ME = rasio *common stock dividends* terhadap nilai pasar ekuitas, sebagai proksi peluang investasi (*investment opportunities*).

Depr/A = rasio biaya penyusutan terhadap total asset, sebagai proksi *nondebt tax shields*.

R&D/A = rasio biaya riset & pengembangan terhadap total asset, sebagai proksi *uniqueness* atau karakteristik spesifik dari perusahaan (Titman & Wessels, 1988).

Dengan pengujian hipotesis statistik masing-masing koefisien regresi sebagai berikut:

$$H_0 : \varphi_i = 0 \quad \text{vs} \quad H_a : \varphi_i \neq 0$$

statistik uji :

$$t_{hit} = \frac{\varphi_i}{S_{\varphi_i}} \sim t_{\frac{\alpha}{2}(n-p)}$$

3.6.6 Model Permukaan Respon Ordo Dua

Untuk melihat kemungkinan pengaruh interaksi antar variabel bebas pada variabel terikat digunakan pendekatan model permukaan respon ordo dua yang merupakan pengembangan dari deret Taylor untuk banyak variabel sampai derajat kedua, yang dievaluasi pada titik-titik $x_1 = x_2 = x_3 = \dots = x_k = 0$. Dalam catatan matriks dinyatakan: $Y = \beta_0 + X'\beta + X'BX$ dimana $X = (x_1, x_2, \dots, x_k)'$ dan $\beta = (\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k)'$ sedangkan matriks B unsur-unsurnya berupa koefisien-koefisien kuadrat murni (β_{ii}) dan kuadrat campuran (β_{ij}) dari model permukaan respon. Untuk menguji pengaruh interaksi variabel-variabel bebas pada *leverage* dilakukan melalui fungsi respon:

$$LEV = \beta_0 + \sum \beta_i(X_i) + \sum \beta_{ii}(X_i)^2 + \sum \beta_{ij}(X_i X_j)$$

Pengujian Koefisien Interaksi Variabel Bebas Permukaan Respon:

Hipotesis yang akan diuji adalah $H_0: \beta_{ij} = 0$ lawan $H_a: \beta_{ij} \neq 0$

Dengan statistik uji :

$$t_{hit} = \frac{b_{ij}}{S_{b_{ij}}} \sim t_{\frac{\alpha}{2}(n-p)}$$

3.6.7 Penentuan *Leverage* Optimum melalui Model Permukaan Respon Ordo Dua

Matriks B merupakan $\frac{1}{2}$ matriks Hession (H) pada kondisi derajat kedua dengan turunan parsial pertama dan kedua kontinu, dengan vektor gradien $f(\mathbf{x}_0) = \mathbf{0}$ sebagai syarat perlu. Hasil yang maksimum dari fungsi ini dicapai pada keadaan:

$$\partial y / \partial \mathbf{x} = \partial / \partial \mathbf{x} [X'b + X'BX] = \mathbf{0}$$

Vektornya dicatat sebagai $\mathbf{X}_0 = (X_{10}, X_{20}, \dots, X_{k0})'$ yang merupakan titik-titik kritis dari variabel bebas derajat satu model permukaan responnya. Penyelesaian \mathbf{X}_0 diperoleh dari operasi $\mathbf{X}_0 = \frac{1}{2} (-\mathbf{B}^{-1}\mathbf{b})$. Titik-titik kritis \mathbf{X}_0 dapat berupa titik-titik maksimum, minimum ($\text{Det}(H) > 0$), dan titik pelana ($\text{Det}(H) < 0$). Dengan mensubstitusikan nilai-

nilai kritis $\mathbf{X}_0 = (X_{10}, X_{20}, \dots, X_{k0})'$ ke dalam persamaan fungsi respon *LEV* diperoleh estimasi tingkat *leverage* optimum untuk masing-masing tipe perusahaan multinasional (PMA) dan perusahaan domestik (PMDN).

Estimasi target *leverage* optimal (*refinancing points*) dan tingkat *leverage* optimal masing-masing status perusahaan PMA dan PMDN pada penelitian ini, dapat ditentukan melalui 2 pendekatan, yakni pendekatan fungsi univariate *model trade-off*, dan pendekatan fungsi multivariabel permukaan respon ordo dua.

Pendekatan Fungsi Univariate *model trade-off*:

Dengan menganalogikan fungsi laba pada output dengan nilai manfaat bersih (V) pada total manfaat hutang dan total biaya pengorbanan menggunakan hutang, sebagai

$$V = PV(\text{penghematan pajak}) - PV(\text{biaya } \textit{financial distress}) - PV(\textit{agency cost})$$

maka dapatlah dipostulasi model perilaku nilai manfaat bersih (V) terhadap *leverage* sebagai: $V = f_v(\text{LEV})$, $PVTAX = f_t(\text{LEV})$, $BC = f_b(\text{LEV})$, dan $AC = f_a(\text{LEV})$ atau

$$V = f_t(\text{LEV}) - f_b(\text{LEV}) - f_a(\text{LEV}) \dots\dots\dots \text{ pers (1)}$$

dimana *LEV* adalah rasio hutang, *PVTAX* adalah penghematan pajak yang diperoleh (*tax deductibility of interest payment*) diproksi oleh *NDTS*, *BC* adalah biaya kebangkrutan, dan *AC* adalah biaya keagenan.

Dengan model polinomial ordo dua yang dipostulasikan sebagai:

$$\text{NDTS} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LEV} + \alpha_{11} (\text{LEV})^2 + \xi_1 \dots\dots\dots \text{ pers (2)}$$

$$\text{BC} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV} + \beta_{11} (\text{LEV})^2 + \xi_2 \dots\dots\dots \text{ pers (3)}$$

$$\text{AC} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{LEV} + \gamma_{11} (\text{LEV})^2 + \xi_3 \dots\dots\dots \text{ pers (4)}$$

setelah memasukkan persamaan (2), (3), dan (4) pada persamaan (1), maka diperoleh model fungsi *univariate* untuk nilai manfaat bersih (V) pada *leverage* sebagai fungsi respon (dengan $E(\xi_i) = 0$), berikut:

$$V = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LEV} + \alpha_{11}(\text{LEV})^2 - \beta_0 - \beta_1 \text{LEV} - \beta_{11}(\text{LEV})^2 - \gamma_0 - \gamma_1 \text{LEV} - \gamma_{11}(\text{LEV})^2$$

$$V = (\alpha_0 - \beta_0 - \gamma_0) + (\alpha_1 - \beta_1 - \gamma_1)\text{LEV} + (\alpha_{11} - \beta_{11} - \gamma_{11})(\text{LEV})^2 \dots\dots\dots \text{ pers (5)}$$

Syarat V maksimum dipenuhi ketika $dV/d\text{LEV} = 0$ dan $d^2V/d(\text{LEV})^2 < 0$, yakni:

$$\text{syarat perlu: } dV/d\text{LEV} = 0 \rightarrow (\alpha_1 - \beta_1 - \gamma_1) + 2(\alpha_{11} - \beta_{11} - \gamma_{11})\text{LEV} = 0 \text{ diperoleh}$$

$$\text{LEV}^* = -(\alpha_1 - \beta_1 - \gamma_1) / [2(\alpha_{11} - \beta_{11} - \gamma_{11})]$$

syarat cukup LEV^* titik maksimum fungsi respon persamaan (5), bila $(\alpha_{11} - \beta_{11} - \gamma_{11}) < 0$.

Pendekatan Model Permukaan Respon Ordo Dua untuk model *trade-off*

Anggap rasio hutang merupakan fungsi dari manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang serta variabel determinan struktur modal lainnya, yakni:

$$\text{LEV} = f_d(\text{NDTS}; \text{BC}; \text{AC}; \text{Z}) \dots\dots\dots \text{ pers (6)}$$

dimana LEV adalah rasio hutang, NDTS adalah *Non-Debt Tax Shield* sebagai proksi manfaat penghematan pajak sebagai substitusi biaya bunga yang berkurang saat menghitung pajak perusahaan (DeAngelo & Masulis, 1980). BC adalah biaya kebangkrutan sebagai proksi biaya *financial distress* karena menggunakan hutang, dan AC adalah biaya keagenan. Variabel Z adalah variabel determinan struktur modal lainnya. Pasar modal diasumsikan tidak sempurna dan ada pajak atau *corporate tax*.

Dengan mengasumsikan variabel Z tidak berubah (*ceteris paribus*), maka rasio hutang maksimum dapat diperoleh melalui pemaksimalan $\text{LEV} = f_d(\text{NDTS}; \text{BC}; \text{AC})$, seperti penyelesaian model permukaan respon ordo dua berikut:

$$\begin{aligned} \text{LEV} = & \varphi_0 + \varphi_1 \text{NDTS} + \varphi_2 \text{BC} + \varphi_3 \text{AC} + \varphi_{11}(\text{NDTS})^2 + \varphi_{22}(\text{BC})^2 + \varphi_{33}(\text{AC})^2 + \\ & \varphi_{12}(\text{NDTS} \times \text{BC}) + \varphi_{13}(\text{NDTS} \times \text{AC}) + \varphi_{23}(\text{BC} \times \text{AC}) + \xi \dots\dots\dots \text{ pers (7)} \end{aligned}$$

Syarat perlu LEV kritis adalah $\partial \text{LEV} / \partial \text{NDTS} = \partial \text{LEV} / \partial \text{BC} = \partial \text{LEV} / \partial \text{AC} = 0$, diperoleh titik-titik kritis fungsi respon:

$$\partial \text{LEV} / \partial \text{NDTS} = 0 \rightarrow \varphi_1 + 2\varphi_{11}\text{NDTS} + \varphi_{12}\text{BC} + \varphi_{13}\text{AC} = 0 \quad \dots\dots\dots \text{pers (8)}$$

$$\partial \text{LEV} / \partial \text{BC} = 0 \rightarrow \varphi_2 + \varphi_{12}\text{NDTS} + 2\varphi_{22}\text{BC} + \varphi_{23}\text{AC} = 0 \quad \dots\dots\dots \text{pers (9)}$$

$$\partial \text{LEV} / \partial \text{AC} = 0 \rightarrow \varphi_3 + \varphi_{13}\text{NDTS} + \varphi_{23}\text{BC} + 2\varphi_{33}\text{AC} = 0 \quad \dots\dots\dots \text{pers (10)}$$

dengan mengeliminasi pers (8) dengan pers (9), pers(8) dengan pers (10), dan pers (9) dengan pers (10), diperoleh penyelesaian titik-titik kritis NDTS*, BC*, dan AC*. Selanjutnya titik-titik kritis tersebut disubstitusikan pada persamaan (7) untuk mendapatkan tingkat *leverage* optimum (LEV*).

3.6.8 Variabel Instrumen Dalam Upaya Mereduksi Persoalan Endogenitas

Seperti dikemukakan sebelumnya, bahwa untuk mengestimasi persamaan model empiris *leverage* berdasarkan teori keagenan dan teori kontingensi pada penelitian ini, ada tiga variabel endogen, yakni variabel investasi, variabel dividen, dan variabel *leverage*. Persoalan terjadi bilamana variabel *regressor* sebagai variabel pilihan juga mempengaruhi variabel dependen lainnya, dengan kata lain variabel *regressor* berkorelasi dengan *error term* dalam suatu persamaan regresi. Bila determinan tersebut tidak dimasukkan ke dalam persamaan regresi, maka parameter *Ordinary Least Square* menjadi tidak konsisten (Gujarati, 2003). Untuk mengurangi persoalan endogenitas ini digunakan variabel instrumen (IV). Variabel instrumen ini harus memiliki korelasi yang tinggi dengan variabel bebas (X) dan variabel dependen (Y) model regresi, namun sama sekali tidak berkorelasi dengan *error term* (*u*). Disamping itu, variabel instrumen harus bebas dari kesalahan pengukuran dalam X dan Y, maupun kesalahan dalam persamaan.

Secara umum: pandang suatu persamaan regresi linear dalam catatan matriks yang dinyatakan sebagai: $\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi$ dengan penyelesaian persamaan normalnya

$$\hat{\boldsymbol{\beta}} = (\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{X}'\mathbf{Y})$$

Bila \mathbf{z} merupakan suatu variabel instrumen bagi \mathbf{X} dan $\boldsymbol{\rho}\mathbf{xz} = \mathbf{0}$, maka persamaan normalnya menjadi: $\mathbf{z}'\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{z}'\mathbf{X} + \mathbf{z}'\xi$ karena $\mathbf{E}(\mathbf{z}'\xi) = \mathbf{0}$ maka $\mathbf{z}'\mathbf{Y} = \hat{\boldsymbol{\beta}}^*\mathbf{z}'\mathbf{X}$, dari persamaan ini diperoleh penyelesaian persamaan normal OLS sebagai

$$\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{Y})$$

Penduga $\hat{\boldsymbol{\beta}}^*$ ini akan stabil atau konsisten dengan penduga $\boldsymbol{\beta}$ untuk sampel besar ($n \rightarrow \infty$), seperti diperagakan pada pembuktian teoritis berikut ini:

Asumsikan diketahui penyelesaian persamaan normal OLS sebagai:

$$\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{Y})$$

dan substitusikan $\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi$ pada penyelesaian persamaan normal $\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{Y})$ diperoleh:

$$\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'[\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi])$$

$$\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \mathbf{z}'\xi)$$

$$\hat{\boldsymbol{\beta}}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{X})\boldsymbol{\beta} + \mathbf{z}'\xi$$

karena $\mathbf{E}(\mathbf{z}'\xi) = \mathbf{0}$ dan $(\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{X}) = \mathbf{I}$, adalah matriks identitas, maka dari penyelesaian persamaan normal tersebut, dapat dibuktikan bahwa untuk ($n \rightarrow \infty$), maka $\mathbf{E}(\hat{\boldsymbol{\beta}}^*) = \boldsymbol{\beta}$.

Persoalan endogenitas pada penelitian ini akan timbul ketika mengkonseptualisasikan dividen sebagai variabel *intervening* yang menjembatani pengaruh biaya keagenan, informasi asimetris dan investasi, pada tingkat *leverage* perusahaan.

Untuk mengatasi persoalan endogenitas ini, diperlukan suatu/gugus variabel instrumen z yang diperkirakan memiliki korelasi yang tinggi dengan variabel investasi, variabel dividen, variabel leverage, dan $E(z'\xi) = 0$. Namun, sebelum diperlukan *instrumental variables estimation* terlebih dahulu dilakukan *measurement errors test* untuk menguji simultanitas sistem persamaan tersebut. Pendekatan uji yang digunakan adalah *Hausman specification test* (Pindyck & Rubinfeld, 1998). Prosedur uji lihat pada *appendix 2*.

Pada model empiris penelitian ini, masing-masing persamaan variabel endogen kemungkinan memiliki *measurement errors*, seperti yang dipostulasikan pada sistem persamaan struktural berikut:

Model persamaan dividen (Crutchley & Hansen, 1989; Mollah, 2000; Deshmukh, 2005):

$$DIV = \Omega_0 + \Omega_1(AC) + \Omega_2(BC) + \Omega_3(INV) + \Omega_4(EBIT/A) + \Omega_5(M/B) + \varepsilon_1 \dots \text{ pers (11)}$$

Model persamaan leverage (Fama & French, 2000; Baker & Wurgler, 2002; Akhtar, 2005):

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1(AC) + \varphi_2(BC) + \varphi_3(EBIT/A) + \varphi_4(DIV) + \varphi_5(SIZE) + \varphi_6(TAX) + \varphi_7(INV) + \varphi_8(RISK) + \varphi_9(CVA) + \varepsilon_2 \dots \text{ pers (12)}$$

Model persamaan investasi (Klein et al, 2002; Baker & Wurgler, 2002; Mao, 2003; Pawlina & Renneboog, 2005; Barclay et al, 2006; Chen, Guo & Mande, 2006):

$$INV = \Phi_0 + \Phi_1(AC) + \Phi_2(TAX) + \Phi_3(EBIT/A) + \Phi_4(SIZE) + \Phi_5(RISK) + \Phi_6(TGA) + \Phi_7(LEV) + \Phi_8(M/B) + \varepsilon_3 \dots \text{ pers (13)}$$

Dengan identifikasi sistem persamaan struktural seperti pada tabel berikut:

TABEL 3.2
IDENTIFIKASI SISTEM PERSAMAAN STRUKTURAL

Persamaan	Predetermined (K)										k	(K-k) > (m-1)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
LEV	φ_0	AC	BC	EBIT	SIZE	TAX	RISK	TGA	CVA	-	8	<i>Exactly</i>
DIV	Ω_0	AC	BC	EBIT	-	-	-	-	-	M/B	4	<i>Overidentified</i>
INV	Φ_0	AC	-	EBIT	SIZE	TAX	RISK	TGA	-	M/B	7	<i>Overidentified</i>

Dengan mensubstitusikan secara simultan persamaan (11), persamaan (12), dan persamaan (13), diperoleh (*secara rinci lihat appendix 1*):

$$\text{Reduced Form 1: } \text{DIV} = \psi_1 + \psi_2(\text{AC}) + \psi_3(\text{BC}) + \psi_4(\text{EBIT/A}) + \psi_5(\text{SIZE}) + \psi_6(\text{TAX}) \\ + \psi_7(\text{RISK}) + \psi_8(\text{TGA}) + \psi_9(\text{CVA}) + \psi_{10}(\text{M/B}) + \xi_1$$

$$\text{Reduced Form 2: } \text{LEV} = \theta_1 + \theta_2(\text{AC}) + \theta_3(\text{BC}) + \theta_4(\text{EBIT/A}) + \theta_5(\text{SIZE}) + \theta_6(\text{TAX}) \\ + \theta_7(\text{RISK}) + \theta_8(\text{TGA}) + \theta_9(\text{CVA}) + \theta_{10}(\text{M/B}) + \xi_2$$

$$\text{Reduced Form 3: } \text{INV} = \phi_1 + \phi_2(\text{AC}) + \phi_3(\text{BC}) + \phi_4(\text{EBIT/A}) + \phi_5(\text{SIZE}) + \phi_6(\text{TAX}) \\ + \phi_7(\text{RISK}) + \phi_8(\text{TGA}) + \phi_9(\text{CVA}) + \phi_{10}(\text{M/B}) + \xi_3$$

Selanjutnya meregresikan masing-masing variabel endogen pada variabel eksogen persamaan *reduced form* di atas, diperoleh model estimasi sebagai berikut:

$$\text{Reduced Form 1: } \text{PredDIV} = \psi_1 + \psi_2(\text{AC}) + \psi_3(\text{BC}) + \psi_4(\text{EBIT/A}) + \psi_5(\text{SIZE}) + \\ \psi_6(\text{TAX}) + \psi_7(\text{RISK}) + \psi_8(\text{TGA}) + \psi_9(\text{CVA}) + \psi_{10}(\text{M/B})$$

$$\text{Reduced Form 2: } \text{PredLEV} = \theta_1 + \theta_2(\text{AC}) + \theta_3(\text{BC}) + \theta_4(\text{EBIT/A}) + \theta_5(\text{SIZE}) + \\ \theta_6(\text{TAX}) + \theta_7(\text{RISK}) + \theta_8(\text{TGA}) + \theta_9(\text{CVA}) + \theta_{10}(\text{M/B})$$

$$\text{Reduced Form 3: } \text{PredINV} = \phi_1 + \phi_2(\text{AC}) + \phi_3(\text{BC}) + \phi_4(\text{EBIT/A}) + \phi_5(\text{SIZE}) + \\ \phi_6(\text{TAX}) + \phi_7(\text{RISK}) + \phi_8(\text{TGA}) + \phi_9(\text{CVA}) + \phi_{10}(\text{M/B})$$

Dengan demikian penyelesaian sistem persamaan struktural originalnya sebagai berikut:

Persamaan Dividen:

$$\text{DIV} = \Omega^* + \Omega^*(\text{AC}) + \Omega_2^*(\text{BC}) + \Omega_3^*(\text{PredINV}) + \Omega_4^*(\text{EBIT/A}) + \Omega_5^*(\text{M/B}) + (\varepsilon_1 + \Omega_3 \xi_3)$$

Persamaan Leverage:

$$\text{LEV} = \varphi_0^* + \varphi_1^*(\text{AC}) + \varphi_2^*(\text{BC}) + \varphi_3^*(\text{EBIT/A}) + \varphi_4^*(\text{PredDIV}) + \varphi_5^*(\text{SIZE}) + \\ \varphi_6^*(\text{TAX}) + \varphi_7^*(\text{PredINV}) + \varphi_8^*(\text{RISK}) + \varphi_9^*(\text{CVA}) + (\varepsilon_2 + \varphi_4 \xi_1 + \varphi_7 \xi_3)$$

Persamaan Investasi:

$$\text{INV} = \Phi_0^* + \Phi_1^*(\text{AC}) + \Phi_2^*(\text{TAX}) + \Phi_3^*(\text{EBIT/A}) + \Phi_4^*(\text{SIZE}) + \Phi_5^*(\text{RISK}) + \\ \Phi_6^*(\text{TGA}) + \Phi_7^*(\text{PredLEV}) + \Phi_8^*(\text{M/B}) + (\varepsilon_3 + \Phi_7 \xi_2)$$

Namun, koefisien-koefisien regresi penyelesaian persamaan simultan original ini bukanlah penduga dengan varians minimum (pembuktian lihat *appendix 1*), karena Varians $(\varepsilon_1 + \Omega_3 \xi_3) > \text{Varians}(\varepsilon_1)$, Varians $(\varepsilon_2 + \varphi_4 \xi_1 + \varphi_7 \xi_3) > \text{Varians}(\varepsilon_2)$, dan Varians $(\varepsilon_3 + \Phi_7 \xi_2) > \text{Varians}(\varepsilon_3)$. Untuk membuat penduga koefisien-koefisien parameter regresi menjadi penduga yang memiliki varians minimum, selanjutnya dilakukan teknik *Cochrane-Orcutt's quasi first difference* (prosedur iterasi lihat pada *appendix 3*).

3.6.9 Kausalitas Granger dalam Sistem Persamaan Kointegrasi dan VECM

Tujuan utama studi ini selain melihat perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan penanaman modal dalam negeri (PMDN), namun juga mengeksplorasi persamaan model dinamis yang menggambarkan hubungan kausalitas antara investasi, struktur industri dan *leverage*, sebagaimana dijelaskan pada bangunan model empiris IV, yakni pengujian hipotesis 20 dan hipotesis 21.

Granger (1969), mengintroduksi pengujian *data time series* untuk mengevaluasi kemampuan peramalan suatu variabel *time series* dengan variabel *time series* lainnya, yang populer dengan sebutan *granger-causality*. Pentingnya kausalitas granger dalam peramalan adalah memungkinkan kita untuk menganalisis variabel mana yang *mendahului* atau *memberi petunjuk* variabel lainnya. Sebagai contoh, pembayaran dividen tahun ini dapat “memberi petunjuk” pada meningkatnya rasio hutang yang tinggi tahun depan. Namun sebaliknya, rasio hutang tahun ini bukanlah “pemberi petunjuk” atau penyebab pembayaran dividen tahun depan. Berarti dalam contoh ini pembayaran dividen *granger-causality* bagi rasio hutang.

Secara matematis, suatu variabel *time series* X_t dikatakan gagal sebagai kausalitas granger bagi variabel *time series* Y_t pada model regresi *autoregressive*, jika kuadrat

tengah *error* (MSE) dari suatu peramalan $Y_{t+p} = f(X_t, X_{t-1}, \dots, Y_t, Y_{t-1}, \dots)$ adalah sama dengan MSE dari peramalan $Y_t = f(Y_t, Y_{t-1}, \dots)$, dimana $p > 0$. Dengan penjabaran lain, variabel X_t dikatakan kausalitas granger Y_t yang terdapat pada model regresi *autoregressive* $Y_t = \gamma_p \sum X_{t-p} + \delta_p \sum Y_{t-p} + \epsilon_{1t}$, dimana diasumsikan $E(\epsilon_{1t}) = 0$, jika dan hanya jika paling sedikit ada satu $\gamma_p \neq 0$ sehingga $H_0: \gamma_1 = \dots = \gamma_2 = 0$ ditolak.

Pengujian kausalitas granger dalam penelitian ini bertujuan mengevaluasi apakah variabel perubahan investasi sebagai penyebab variabel perubahan *leverage, vice-versa*. Model VAR hubungan dinyatakan dalam bentuk persamaan peramalan berikut:

$$\text{Pers (14):} \quad \text{LEV}_t = \alpha_1 + \sum \beta_{1j} (\text{LEV})_{t-j} + \sum \gamma_{1j} (\text{INV})_{t-j} + \sum \delta_{1j} (\text{VOI})_{t-j} + v_{1t}$$

$$\text{Pers (15):} \quad \text{INV}_t = \alpha_2 + \sum \beta_{2j} (\text{LEV})_{t-j} + \sum \gamma_{2j} (\text{INV})_{t-j} + \sum \delta_{2j} (\text{VOI})_{t-j} + v_{2t}$$

Dimana v_{jt} adalah *stochastic error terms* dan v_{jt} stasioner pada *differencing cointegration* derajat nol sehingga $\Delta v_{jt} = \phi_j v_{jt-1}$ dengan demikian *Vector Error Correction Model* persamaan peramalan diuji dalam bentuk: ($\text{lag} = 1$),

$$\text{Pers (16):} \quad \Delta \text{LEV}_t = \beta_{10} + \beta_{11} \Delta (\text{INV})_t + \beta_{21} \Delta (\text{VOI})_t + \beta_{31} (v_1)_{t-1} + \epsilon_{1t}$$

dimana $(v_1)_{t-1} = (\text{LEV})_{t-1} - \gamma_{11} - \gamma_{21} (\text{INV})_{t-1} - \gamma_{31} (\text{VOI})_{t-1}$

$$\text{Pers (17):} \quad \Delta \text{INV}_t = \beta_{20} + \beta_{12} \Delta (\text{LEV})_t + \beta_{22} \Delta (\text{VOI})_t + \beta_{32} (v_2)_{t-1} + \epsilon_{2t}$$

dimana $(v_2)_{t-1} = (\text{INV})_{t-1} - \gamma_{12} - \gamma_{22} (\text{LEV})_{t-1} - \gamma_{32} (\text{VOI})_{t-1}$

Bila $\beta_{31} \neq 0$, maka LEV adalah variabel **endogen**, demikian juga bila $\beta_{32} \neq 0$ maka INV adalah variabel **endogen**. Bila kedua variabel LEV dan INV tersebut secara statistik sama-sama sebagai variabel endogen, maka hubungan kedua variabel tersebut adalah kausalitas dua arah. Namun, uji kausalitas granger ini sangat sensitif terhadap panjangnya *lag-j* yang digunakan di dalam model. Untuk memilih panjang *lag-j* yang sesuai, dapat menggunakan model Koyck, atau model *Almond polynomial distributed-lag*.

Sementara untuk menguji variabel organisasi industri (VOI) memoderasi hubungan perubahan investasi dengan perubahan *leverage* (hipotesis 21), seperti pada studi Kovenock & Phillips (1997), dilakukan melalui pengujian koefisien interaksi regresi:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1 INV + \beta_2 VOI + \beta_{12} (INV \times VOI) + \xi$$

Bila pengujian koefisien $\beta_{12} \neq 0$ signifikan pada taraf nyata α , maka VOI memoderasi hubungan pengaruh investasi pada *leverage*, yakni $\partial LEV / \partial INV = \beta_1 + \beta_{12} VOI$. Atau dalam bentuk penyelesaian sistem persamaan simultan *leverage* original:

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1 (AC) + \varphi_2 (BC) + \varphi_3 (EBIT/A) + \varphi_4 (PredDIV) + \varphi_5 (SIZE) + \varphi_6 (TAX) + \varphi_7 (PredINV) + \varphi_8 (RISK) + \varphi_9 (CVA) + \varphi_{10} (VOI) + \varphi_{11} (PredINV \times VOI) + \{\varepsilon_2 + \varphi_4 \xi_1 + (\varphi_7 + \varphi_{10} \cdot \varphi_{11}) \xi_3\}$$

Bila pengujian koefisien $\varphi_{11} \neq 0$ signifikan pada taraf nyata α , maka VOI memoderasi pengaruh investasi pada *leverage*, yang diinterpretasikan sebagai laju perubahan kemiringan garis (*partial derivative*) persamaan *leverage* karena perubahan investasi dipengaruhi oleh VOI, yakni $\partial LEV / \partial PredINV = \varphi_7 + \varphi_{11} (VOI)$.

Sementara bila variabel organisasi industri diukur dengan *measurement error*, maka estimasi model VOI menggunakan modifikasi model Bhattacharya (2002) dengan menambahkan variabel instrumen residual VOI ke dalam persamaan *leverage*.

$$VOI = \Omega_0 + \Omega_1 (EAT/SALES) + \Omega_2 (UNIQUENESS) + \Omega_3 (INVCAPITAL) + \epsilon^{43}$$

Atau dalam bentuk penyelesaian sistem persamaan simultan *leverage* original:

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1^* (AC) + \varphi_2^* (BC) + \varphi_3^* (EBIT/A) + \varphi_4^* (PredDIV) + \varphi_5^* (SIZE) + \varphi_6^* (TAX) + \varphi_7^* (PredINV) + \varphi_8^* (RISK) + \varphi_9^* (CVA) + \varphi_{10}^* (PredVOI) + \varphi_{11}^* (PredINV \times PredVOI) + \varphi_{12}^* (Residual VOI) + \{\varepsilon_2 + \varphi_4 \xi_1 + (\varphi_7 + \varphi_{10} \cdot \varphi_{11}) \xi_3\}$$

⁴³ Kim & Lyn (1986) dan Burgman (1996) mengukur Uniqueness = (R&D + Adv Expenses)/Sales. Sementara Fama & French (2000), Tong & Green (2005) menggunakan proksi peluang pertumbuhan investasi (IO) untuk mengukur *invested capital*, yakni IO = Dividend/(Market Equity + R&D).

3.6.10 Pengujian Binomial “Trade-Off Theory” dan “Pecking Order Theory”

Panno (2003), dan Cai & Ghosh (2003) mengkaji validitas teori struktur modal optimum (*trade-off*) dan *pecking order theory*, dimana perusahaan cenderung melakukan penyesuaian target leverage optimal ketika tingkat *leverage* perusahaan berada di atas *leverage* optimum industrinya (validitas *trade-off theory*). Sebaliknya, perusahaan tidak memprioritaskan pilihan pendanaannya dari sumber eksternal ketika tingkat *leverage* perusahaan berada di bawah *leverage* optimum industrinya (validitas *pecking order*).

Berdasarkan penelitian Panno (2003), dan Cai & Ghosh (2003), maka untuk menguji hipotesis 22, apakah struktur modal perusahaan MNC dan perusahaan DC di Indonesia mengarah pada *pecking order theory* atau *trade-off theory*, dilakukan pengujian dengan pendekatan model Binomial, dengan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha : Jika struktur modal optimal LEV_j^* , maka nilai perusahaan (V_j) akan maksimum pada LEV_j^* , bila $V_j = f(LEV_j; LEV_j \in LEV_j^*)$ maka $\partial V_j / \partial LEV_j < 0$ jika $LEV_j > LEV_j^*$, dan $\partial V_j / \partial LEV_j > 0$ jika $LEV_j < LEV_j^*$. Atau $V_j = f(LEV_j; LEV_j \notin LEV_j^*) > V = f(LEV_j; LEV_j \notin LEV_j^*)$.

Kriteria keputusan: bila $P(LEV_j > LEV_j^*) > 0,5$ maka ada kecenderungan perusahaan-perusahaan melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya (mengarah pada validitas *trade-off theory*). Sebaliknya, bila $Prob(LEV_j < LEV_j^*) < 0,5$ berarti mengarah pada validitas *pecking order theory*. LEV_j^* = tingkat *leverage* optimum status perusahaan ke-j, dimana $j = PMA$, atau $PMDN$. Tingkat LEV_j^* diperoleh dari turunan pertama fungsi permukaan respon ordo dua, seperti dijelaskan sebelumnya, yakni: $\partial LEV / \partial x = \partial / \partial x [\beta_0 + \sum \beta_i(X_i) + \sum \beta_{ii}(X_i)^2 + \sum \beta_{ij}(X_i X_j)] = 0$

Untuk sampel industri berukuran besar ($n > 30$), maka pengujian binomial menghampiri pengujian distribusi Normal-Z (lihat *appendix*), dengan statistik uji:

$$Z_{hit} = (LEV - LEV^*) / \sigma_{(LEV-LEV^*)} \sim Z_\alpha$$

3.6.11 Uji Hipotesis dan Kuasa Pengujian (*Statistical Power Test*)

Pengujian hipotesis penelitian ini menggunakan pilihan taraf alpha dalam kisaran $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$ dengan alasan mempertimbangkan besarnya risiko *Type II Error* (β) dan kesensitifan pengujian atau *Power Test*, yaitu probabilitas (Tolak H_0 | H_0 salah) = $1 - \beta$. Prosedur ini digunakan sebagai alat penilai hasil penelitian untuk menghindari terjadinya penarikan kesimpulan yang terlalu dini.

Dalam proses pengujian pemilihan taraf nyata α (*Type I Error*) untuk menolak H_0 dirancang suatu pengujian yang memberikan risiko β sekecil mungkin. Besarnya nilai β tergantung pada ukuran sampel (n), bias kesalahan yang ditoleransi (d), dan taraf nyata α . Hubungan antara ukuran sampel (n), toleransi bias (d), dan taraf nyata alpha, dinyatakan dalam hubungan berikut (Cohen, 1971; dan Diamond, 1981), yakni:

$$Z_{1-\beta} = Z_{\alpha} - (d / \sigma) / \sqrt{(2/n)}$$

Hair (1998) mengutip Cohen (1971) menyebutkan bahwa pengujian hipotesis dengan taraf nyata α tertentu dapat memberikan kesimpulan valid penolakan H_0 sepanjang hipotesis tersebut memberikan *power test* paling tidak dalam kisaran **0,8**.⁴⁴

Pengujian hipotesis pada penelitian ini menggunakan ukuran sampel sebanyak 361 unit analisis, dan diinginkan *effect size* (d/σ) sebesar 1% maka penggunaan taraf alpha 0,15 memberi kuasa pengujian sebesar:

$$Z_{1-\beta} = Z_{0,15} - (0,01) / \sqrt{(2/361)} \text{ atau } Z_{1-\beta} = 1,306$$

Dari tabel normal baku Z untuk luasan di bawah kurva $P(Z > 1,306) = 1 - P(Z < 1,306)$ diperoleh *power test* $(1-\beta) = 0,905$. Jadi pemilihan taraf $\alpha = 0,15$ memberikan peluang

⁴⁴ Cohen (1971); suggested that the researcher should consider not only the alpha level but also the resulting power, and try to maintain *an acceptable alpha level with power in the range of 0,8*. Furthermore, Cohen (1971) examined power for most statistical inference tests and provides guidelines for acceptable level of power, suggesting that studies be designed to achieve such *alpha levels at least 0,05 with power level of 80%*.

untuk menolak H_0 padahal H_0 salah sebesar 90,5%; masih lebih besar dari minimum *power test* yang disyaratkan Hair (1998) dan Cohen (1971), yakni sebesar 0,8.

Pemilihan taraf α maksimum 0,15 pada pengujian hipotesis ini dapat juga ditentukan dengan mencari nilai kisaran α yang memenuhi $P(Z > Z_{\beta}) \leq 0,20$ atau $P(Z < Z_{1-\beta}) > 0,80$ untuk ukuran sampel $(n) = 361$; *effect size* $(d) = 0,01(\sigma)$, maka taraf alpha yang dapat diterima berdasarkan *power test* dalam kisaran minimum 0,8 adalah $P(Z < Z_{1-\beta}) = 0,8$; berdasarkan tabel normal baku diperoleh nilai $Z_{1-\beta} = 0,842$. Dengan mensubstitusikan nilai $Z_{1-\beta} = 0,842$ ini ke dalam persamaan $Z_{1-\beta} = Z_{\alpha^*} - (0,01) / \sqrt{(2/361)}$, diperoleh nilai $Z_{\alpha^*} = 0,976$. Dengan demikian berdasarkan nilai dalam tabel normal baku diperoleh luasan di bawah kurva $P(Z > 0,976) = \alpha^*$ atau *an acceptable α^* with power in the range 0,8* adalah $\alpha^* = 0,335$.⁴⁵ Namun, karena pengujian hipotesis penelitian ini didasarkan pada perbedaan pengaruh (uji dua arah), maka taraf nyata α yang dapat memberikan kesimpulan valid penolakan H_0 dalam kisaran 0,8 seperti yang disyaratkan Cohen (1971)⁴⁶ adalah $0,05 \leq \alpha \leq \alpha^*/2$ atau **$0,05 \leq \alpha \leq 0,1675$** .

Berdasarkan alasan pertimbangan prosedur pengujian statistika di atas, maka untuk menghindarkan terjadinya penarikan kesimpulan yang terlalu dini; penelitian ini menggunakan *acceptable alpha levels* yang memberikan *power test* paling tidak 80% dalam kisaran **$0,05 \leq \alpha \leq 0,15$** .

⁴⁵ Oleh karena alasan ini tidak jarang penelitian-penelitian di bidang ilmu-ilmu sosial dan ekonomi menggunakan taraf nyata uji bahkan sampai dengan $\alpha = 0,30$.

⁴⁶ Lihat Cohen, J. (1971), *Statistical Power Analysis for Behavioral Sciences*. NewYork: Academic Press; dan Diamond, W.J. (1981), *Practical Experiment Designs*. Belmont, CA: Lifetime Learning Publications.

BAB IV ANALISIS DATA

Bab ini menjelaskan tentang analisis data yang meliputi pemaparan tentang gambaran distribusi sampel, gambaran umum data penelitian, statistik deskriptif dan statistik inferensia berupa pengujian hipotesis-hipotesis penelitian.

4.1 DISTRIBUSI SAMPEL PENELITIAN

Data yang dikumpulkan pada penelitian ini bersumber dari Pusat Referensi Pasar Modal Bursa Efek Indonesia (d/h Bursa Efek Jakarta/BEJ) dengan cara *download* dari www.jsx.co.id dan dari Pusat Data Pasar Modal (PDPM) Institut Bisnis dan Informatika Indonesia (IBII) Jakarta. Perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan berstatus Penanaman Modal Asing (PMA) dan Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) dengan klasifikasi industri *selain* finansial/perbankan dan non *whole sale and retail trade* yang membagikan dividen paling sedikit tiga tahun selama kurun waktu penelitian, yakni tahun 2000 sampai dengan tahun 2006. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel tersebut adalah perusahaan industri pertanian, pertambangan dan jasa pertambangan, konstruksi, jasa transportasi, telekomunikasi, dan industri manufaktur yang meliputi industri makanan dan minuman ringan, industri rokok dan tembakau, industri *textile mill products*, industri *apparael and other textile products*, industri *automotive & allied products*, industri kimia dan produk sejenisnya, kabel, elektronik dan peralatan kantor, industri logam dan sejenisnya, *stone-clay-glass and concrete products*, industri farmasi dan bahan obat-obatan, barang konsumsi, industri semen, dan industri plastik dan produk gelas/kaca, dengan kode industri seperti Tabel 4.1.A berikut ini:

TABEL 4.1.A
KERANGKA SAMPEL JENIS DAN KODE INDUSTRI

NO	JENIS INDUSTRI	KODE
1	Pertanian (<i>Agriculture, Forestry & Fishing</i>)	AFF
2	Pertambangan dan Jasa Pertambangan (<i>Mining and Mining Services</i>)	MMS
3	Konstruksi (<i>Constructions</i>)	CSTR
4	Jasa Transportasi (<i>Transportation Services</i>)	TRANS
5	Telekomunikasi (<i>Telecommunication</i>)	TEL
6	Manufaktur <i>Food and Beverages</i>	F & B
7	<i>Tobacco Manufacturers</i>	TM
8	Manufaktur <i>Textile Mill Products</i>	TMP
9	Manufaktur <i>Apparael and Other Textile Products</i>	AOTP
10	Manufaktur <i>Automotive and Allied Products</i>	AAP
11	Manufaktur <i>Chemical and Allied Products</i>	CAP
12	<i>Cables, Electronic and Office Equipment</i>	EOE
13	Manufaktur <i>Metal and Allied Products</i>	MAP
14	<i>Stone-Clay-Glass and Concrete Products</i>	SCGCP
15	Manufaktur Farmasi (<i>Pharmaceuticals</i>)	PMC
16	Produk Konsumsi (<i>Consumer Goods</i>)	CG
17	Manufaktur Semen	CEMENT
18	<i>Plastics and Glass Products</i>	PGP

Dari sebanyak 191 perusahaan *listed* di Bursa Efek Indonesia sampai dengan tahun 2006 (*ICMD 2007*) dan tergolong perusahaan non-keuangan/perbankan dan non-*whole sale & retail trade*, ada sebanyak 26 perusahaan PMA dan 30 perusahaan PMDN yang memenuhi kriteria pengambilan sampel paling sedikit membagikan dividen tiga tahun selama periode pengamatan dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2006. Dengan pendistribusian sampel seperti pada Tabel 4.1.B di bawah ini:

TABEL 4.1.B
DISTRIBUSI EMITEN BERDASARKAN INDUSTRI

INDUSTRI	NAMA EMITEN	STATUS
AFF	PT Astra Agro Lestari Tbk	PMDN
	PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk	PMDN
	PT London Sumatera Indonesia Tbk	PMA
MMS	PT International Nickel Indonesia (INCO) Tbk	PMA
	PT Medco Energi International Tbk	PMA
	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	PMDN
CSTR TRANS	PT Petrosea Tbk	PMA
	PT Berlian Laju Tanker Tbk	PMDN
	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk	PMDN
	PT Rig Tenders Tbk	PMA
TEL	PT Samudera Indonesia Tbk	PMDN
	PT INDOSAT Tbk	PMDN
	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	PMDN
F & B	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	PMDN
	PT Delta Djakarta Tbk	PMA
	PT Fast Food Indonesia Tbk	PMDN
	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	PMDN
	PT Mayora Indah Tbk	PMDN
	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	PMA
	PT Sari Husada Tbk	PMDN
TM	PT Tunas Baru Lampung Tbk	PMDN
	PT BAT Indonesia Tbk	PMA
	PT HM Sampoerna Tbk	PMA
AOTP CAP	PT Gudang Garam Tbk	PMDN
	PT Sepatu Bata Tbk	PMA
	PT Colorpark Indonesia Tbk	PMDN
	PT Lautan Luas Tbk	PMDN
	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	PMA
TMP	PT Eratex Djaya Tbk	PMA
	PT Astra International Tbk	PMA

AAP	PT Astra Otoparts Tbk	PMDN
	PT Goodyear Indonesia Tbk	PMA
	PT Hexindo Adiperkasa Tbk	PMA
	PT Tunas Ridean Tbk	PMDN
	PT United Tractors Tbk	PMDN
	PT Sucaco Tbk	PMDN
Cable	PT Sumi Indo Kabel Tbk	PMA
	PT Astra Graphia Tbk	PMA
EOE	PT Citra Tubindo Tbk	PMDN
MAP	PT Lion Mesh Prima Tbk	PMDN
	PT Lion Metal Work Tbk	PMA
SCGCP	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	PMA
	PT Arwana Citramulia Tbk	PMDN
	PT Surya Toto Indonesia Tbk	PMA
	PT Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk	PMA
PMC	PT Kimia Farma Tbk	PMDN
	PT Merck Indonesia Tbk	PMA
	PT Tempo Scan Pacific Tbk	PMDN
CG	PT Mandom Indonesia Tbk	PMA
	PT Unilever Indonesia Tbk	PMA
	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	PMA
Cement	PT Semen Gresik (Persero) Tbk	PMDN
	PT Asahimas Flat Glass Tbk	PMA
PGP	PT Dynaplast Tbk	PMDN
	PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	PMDN
	PT Trias Sentosa Tbk	PMDN

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory 2007* yang menjadi sampel penelitian ini.

Penelitian ini menggunakan data panel (*pooling data*) yang menggabungkan data *time series* dengan *cross section*. Data panel ini memberikan data lebih informatif, lebih variatif, kolinearitas ganda antar variabel bebas rendah, dan lebih efisien (Ghozali, 2006).

Perusahaan-perusahaan *non-financial* dan *non-whole sale & retail trade* secara panel yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta untuk tahun 2000-2006 sebanyak 191 perusahaan dengan 1337 unit analisis, dari sejumlah ini terpilih sebanyak 166 unit analisis mewakili perusahaan PMA, dan 195 unit analisis mewakili perusahaan PMDN.

4.2 GAMBARAN UMUM DATA PENELITIAN

Berdasarkan pengolahan sampel sebanyak 26 perusahaan PMA dan 30 perusahaan PMDN yang *go public* di pasar modal Indonesia kurun waktu 2000-2006, ditunjukkan bahwa PMA yang memiliki rata-rata ukuran perusahaan (*size*) lebih kecil dari PMDN, memiliki rata-rata *leverage* lebih rendah dibanding PMDN.

TABEL 4.2.A
BESARAN RATA-RATA PERUSAHAAN PMA

NO	NAMA PERUSAHAAN PMA	PARAMETER					
		EBIT/A	LEV	SIZE	GROW	AUR	DIV
		DALAM PERSEN (%)					
1	PT International Nickel Indonesia Tbk	16,70	31,02	7,14	1,17	40,93	0,04
2	PT Medco Energi International Tbk	20,27	35,87	6,96	1,18	51,85	4,94
3	PT Petrosea Tbk	8,22	43,92	5,91	0,67	117,25	4,35
4	PT Delta Djakarta Tbk	14,51	35,87	5,64	0,77	75,89	3,22
5	PT Multi Bintang Tbk	24,54	26,08	5,71	2,01	125,81	9,08
6	PT BAT Indonesia Tbk	26,01	36,83	5,84	1,18	148,02	2,55
7	PT HM Sampoerna Tbk	29,20	17,07	7,02	3,74	165,00	2,15
8	PT Eratex Djaya Tbk	2,70	94,00	5,56	0,99	132,58	2,06
9	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	9,09	53,30	6,37	1,20	93,10	3,37
10	PT Asahimas Flat Glass Tbk	15,10	47,32	6,20	1,00	87,20	2,93
11	PT Lion Metal Tbk	14,50	28,47	5,11	0,62	71,92	11,15
12	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	4,02	91,50	5,82	0,93	239,60	4,60
13	PT Sumi Indo Kabel Tbk	4,95	40,97	5,65	0,63	202,71	1,11
14	PT Astra Graphia Tbk	8,79	45,99	5,83	1,21	90,22	0,07
15	PT Astra International Tbk	10,60	53,43	7,55	1,32	108,66	2,06
16	PT Goodyear Indonesia Tbk	5,76	38,30	5,62	0,94	165,57	4,29
17	PT Hexindo Adiperkasa Tbk	11,31	61,06	5,84	1,57	111,54	2,02
18	PT Merck Indonesia Tbk	38,68	9,83	5,28	2,20	155,92	4,75
19	PT Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk	34,66	0,19	5,24	2,15	128,89	0,05
20	PT Mandom Indonesia Tbk	23,36	13,72	5,64	1,35	156,00	5,17
21	PT Unilever Indonesia Tbk	49,29	5,87	6,52	7,22	236,64	2,82
22	PT Rig Tenders Tbk	9,70	11,04	5,75	0,97	40,60	0,14
23	PT Surya Toto Tbk	11,30	66,03	6,19	1,57	75,76	3,63
24	PT London Sumatra Indonesia Tbk	16,17	24,93	6,45	2,39	71,20	0,25
25	PT Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	10,40	24,28	7,00	1,99	55,40	1,67
26	PT Sepatu Bata Tbk	28,52	31,79	5,38	1,10	171,46	7,98
RATA-RATA		17,24	37,26	6,05	1,56	119,99	3,71

Sumber: Data ICMD 2001 s/d ICMD 2007 yang diolah kembali, 2008.

Keterangan variabel: EBIT/A = profitabilitas, LEV = rasio hutang, SIZE = ukuran aktiva perusahaan, GROW = pertumbuhan aktiva, AUR = rasio utilisasi aktiva, DIV = *dividend yield*.

TABEL 4.2.B
BESARAN RATA-RATA PERUSAHAAN PMDN

NO	NAMA PERUSAHAAN PMDN	PARAMETER					
		EBIT/A	LEV	SIZE	GROW	AUR	DIV
		DALAM PERSEN (%)					
1	PT Astra Agro Lestari Tbk	26,14	27,01	6,46	2,21	84,22	8,96
2	PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk	11,72	70,87	6,02	1,26	52,25	0,02
3	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	18,66	35,36	6,61	1,27	61,20	6,68
4	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	13,55	33,72	5,76	1,60	190,11	1,87
5	PT Fast Food Indonesia Tbk	16,29	21,23	5,46	2,10	271,03	1,51
6	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	13,87	56,56	7,16	1,26	116,59	2,84
7	PT Mayora Indah Tbk	9,32	49,85	6,13	0,88	89,63	0,01
8	PT Sari Husada Tbk	30,88	4,70	5,96	6,72	113,83	0,03
9	PT Tunas Baru Lampung Tbk	7,26	58,44	6,09	1,25	70,13	0,02
10	PT Gudang Garam Tbk	18,99	24,18	7,23	1,72	127,43	3,37
11	PT Colorpark Indonesia Tbk	13,58	14,41	4,88	2,32	144,45	1,34
12	PT Lautan Luas Tbk	7,72	68,05	6,06	0,85	123,62	3,11
13	PT Dynaplast Tbk	10,92	49,57	5,85	0,97	80,55	3,69
14	PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	12,80	44,98	5,43	0,95	74,37	4,50
15	PT Trias Sentosa Tbk	4,20	64,00	6,28	0,79	51,28	1,68
16	PT Semen Gresik (Persero) Tbk	15,35	36,11	6,86	1,65	81,35	2,09
17	PT Citra Tubindo Tbk	4,01	18,72	5,91	2,30	87,35	0,02
18	PT Lion Mesh Prima Tbk	11,52	68,02	4,59	0,85	198,69	3,64
19	PT Arwana Citra Mulia Tbk	13,74	53,12	5,40	1,17	67,85	0,03
20	PT Sucaco Tbk	7,11	56,43	5,74	0,96	151,91	4,42
21	PT Astra Otoparts Tbk	9,98	35,80	6,34	1,12	116,96	1,27
22	PT Tunas Ridean Tbk	7,92	61,28	6,20	1,27	189,58	3,84
23	PT United Tractors Tbk	14,04	42,16	6,92	1,61	122,94	4,03
24	PT Kimia Farma Tbk	10,32	29,44	6,06	1,23	150,38	1,49
25	PT Tempo Scan Pacipic Tbk	18,90	14,97	6,29	1,45	107,63	4,05
26	PT Berlian Laju Tanker Tbk	9,33	53,65	6,62	1,29	31,03	1,79
27	PT Humpuss Intermoda Trnsprtion Tbk	11,93	55,08	6,35	1,53	32,12	6,26
28	PT Samudera Indonesia Tbk	8,94	57,82	6,40	0,83	134,62	4,09
29	PT Indosat Tbk	11,23	36,79	7,35	1,71	33,54	2,84
30	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	24,22	29,15	7,68	2,30	55,42	3,51
RATA-RATA		13,15	42,38	6,20	1,58	107,07	2,76

Sumber: Data ICMD 2001 s/d ICMD 2007 yang diolah kembali, 2008.

Keterangan variabel: EBIT/A = profitabilitas, LEV = rasio hutang, SIZE = ukuran aktiva perusahaan,
GROW = pertumbuhan aktiva, AUR = rasio utilisasi aktiva, DIV = *dividend yield*.

TABEL 4.3
HASIL UJI BEDA BESARAN RATA-RATA KEDUA STATUS PERUSAHAAN

PARAMETER	STATUS PERUSAHAAN		P-VALUE	PERBEDAAN
	PMA	PMDN		
	(DALAM %)			
SIZE OF ASSETS	6,05	6,20	0,0000	Signifikan
LEVERAGE	37,26	42,38	0,0885	Signifikan
PROFITABILITY	17,13	13,20	0,0000	Signifikan
GROWTH	1,56	1,58	0,4562	Tidak Signifikan
ASSET UTILIZATION	120	107	0,0057	Signifikan
DIVIDEND YIELD	3,71	2,76	0,0023	Signifikan
VALUE OF EQUITY	213	202	0,3465	Tidak Signifikan

Sumber: Data ICMD 2001 s/d ICMD 2007 yang diolah kembali, 2008.

Keterangan: - *Value of Equity* : penerbitan saham, yakni rasio nilai pasar terhadap nilai buku ekuitas atau *equity per share* dikalikan dengan *stock's closing price*.
- Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$.

Tabel 4.2.A, Tabel 4.2.B dan Tabel 4.3 memperlihatkan secara rata-rata di Indonesia ukuran perusahaan PMA signifikan lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN. Sementara rata-rata rasio hutang perusahaan PMA signifikan lebih rendah daripada rata-rata rasio hutang perusahaan PMDN. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa secara rata-rata perusahaan PMDN di Indonesia yang berukuran besar menggunakan hutang lebih besar dibanding perusahaan PMA.

Tabel 4.2.B memperlihatkan bukti awal bahwa ukuran perusahaan PMDN berkorelasi negatif lemah dengan rasio hutang ($r = -0,063$). Bukti ini ditunjukkan oleh kecenderungan perusahaan-perusahaan PMDN berskala kecil yang menggunakan hutang yang tinggi di atas 40% (seperti PT Dynaplast Tbk, PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk, PT Sucaco Tbk,

dan PT Lion Mesh Prima Tbk), dan beberapa perusahaan PMDN berukuran besar (seperti PT Gudang Garam Tbk, PT Indosat Tbk, dan PT Telekomunikasi Indonesia Tbk), yang memiliki rasio hutang rendah. Bukti hubungan negatif yang lemah antara rasio hutang dengan ukuran aktiva perusahaan ditunjukkan juga oleh perusahaan PMA ($r = -0,029$).

Tabel 4.2.A, Tabel 4.2.B dan Tabel 4.3 memperlihatkan signifikansi bahwa perusahaan PMA yang memiliki rata-rata profitabilitas (17,24%) yang jauh lebih tinggi daripada rata-rata profitabilitas PMDN (13,15%), menggunakan hutang lebih rendah. Bukti empiris ini ditunjukkan oleh Tabel 4.4.A dan Tabel 4.4.B yang memperlihatkan bahwa 42% perusahaan PMA yang memiliki profitabilitas rendah dengan rasio hutang tinggi. Sebaliknya, ada sebanyak 31% perusahaan PMA yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki rasio hutang rendah, dengan derajat asosiasi (C) sebesar **0,4622**. Tabel 4.4.A ini menunjukkan bukti bahwa profitabilitas berkorelasi sangat signifikan negatif dengan rasio hutang korporasi PMA.

TABEL 4.4.A
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN PROFITABILITAS PMA

LEV EBIT	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
EBIT < 15 %	38 (23%)	70 (42%)	108 (65%)
EBIT > 15 %	52 (31%)	6 (4 %)	58 (35%)
TOTAL	90 (54%)	76 (46%)	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 45,1043 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,4622.

Dengan kata lain, Tabel tabulasi silang tersebut menunjukkan kecenderungan bahwa ada sebanyak 65 % dari perusahaan PMA yang kurang *profitable* cenderung memiliki rasio hutang tinggi. Sebaliknya ada sebanyak 89 % perusahaan PMA yang memiliki daya

profit tinggi cenderung memiliki rasio hutang rendah. Bukti empiris ini konsisten dengan teori *pecking order*, bahwa semakin *profitable* suatu perusahaan akan semakin rendah rasio hutangnya.

Konsistensi teori *pecking order* juga ditunjukkan oleh 37 % perusahaan PMDN (*lihat* Tabel 4.4.B) yang memiliki profitabilitas tinggi dengan rasio hutang rendah; atau ada sebanyak 85 % dari perusahaan PMDN yang memiliki daya profit tinggi cenderung memiliki rasio hutang rendah. Disisi lain, ada sebanyak 43 % perusahaan PMDN yang kurang *profitable* dengan rasio hutang tinggi; atau ada sebanyak 77 % dari perusahaan PMDN yang kurang *profitable* cenderung memiliki rasio hutang tinggi. Koefisien derajat asosiasi⁴⁷ (C) hubungan profitabilitas dengan rasio hutang sebesar **0,524**. Tabel tabulasi silang 4.4.B ini menunjukkan bukti bahwa profitabilitas PMDN berkorelasi sangat signifikan negatif dengan rasio hutang korporasi.

TABEL 4.4.B
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN PROFITABILITAS PMDN

LEV EBIT	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
EBIT < 15 %	25 (13%)	84 (43%)	109 (56%)
EBIT > 15 %	73 (37%)	13 (7%)	86 (44%)
TOTAL	98 (50%)	97 (50%)	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 73,7931 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,524.

Konsistensi *pecking order* pada perusahaan PMA dan PMDN juga dideskripsikan oleh hubungan *negatif* antara pertumbuhan aktiva dengan rasio hutang. Tabel 4.2.A,

⁴⁷ Koefisien yang mengukur derajat hubungan antar dua variabel kategori dalam suatu tabel kontingensi.
Derajat asosiasi (C) = $\sqrt{\chi^2 / (\chi^2 + n)} \sim \chi^2_{\alpha(r-1)(c-1)}$

Tabel 4.5.A dan Tabel 4.5.B menunjukkan ada kecenderungan pertumbuhan aktiva (*growth*) berkorelasi negatif sangat signifikan dengan rasio hutang korporasi. Bukti ini ditunjukkan oleh sebanyak 79 % perusahaan PMA yang memiliki *growth* di atas 1,5 % cenderung memiliki rasio hutang rendah dibawah 40%, dengan derajat hubungan sebesar **0,3956**. Di lain pihak, ditunjukkan oleh 75 % dari perusahaan PMDN yang memiliki *growth* dibawah 1,5 % cenderung memiliki rasio hutang tinggi diatas 40%, dengan derajat hubungan sebesar **0,42**. Bukti empiris ini mendukung teori *pecking order* bahwa semakin tinggi *growth*, maka perusahaan cenderung akan lebih memilih modal internal untuk mendanai ekspansi perusahaan, *vice-versa*.

TABEL 4.5.A
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN *GROWTH* PMA

LEV GROW	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
GROW < 1,5 %	57	52	109
GROW > 1,5 %	45	12	57
TOTAL	102	64	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 30,8057 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,3956

TABEL 4.5.B
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN *GROWTH* PMDN

LEV GROW	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
GROW < 1,5 %	26	78	104
GROW > 1,5 %	65	26	91
TOTAL	91	104	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 42,0344 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,42

Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN yang timbul karena konflik keagenan, menunjukkan bahwa PMA yang memiliki rasio hutang lebih rendah daripada rasio hutang PMDN, signifikan memiliki rata-rata rasio utilisasi aktiva (120%) lebih tinggi dibandingkan rata-rata rasio utilisasi aktiva PMDN (107%). Hasil ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMA lebih efektif menggunakan aset-aset perusahaan untuk meraih penjualan tahunannya dibandingkan manajemen perusahaan PMDN, dengan demikian PMA memiliki konflik keagenan yang lebih rendah dibandingkan PMDN.

Tabel 4.6.A dan Tabel 4.6.B memperlihatkan rasio utilisasi aktiva signifikan memiliki hubungan positif dengan rasio hutang PMA ($C=0,17$), namun tidak signifikan berhubungan positif dengan rasio hutang PMDN ($C = 0,073$). Bukti ini ditunjukkan oleh 67 % dari PMA yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah cenderung menggunakan hutang rendah. Sedangkan pada perusahaan PMDN yang memiliki rasio hutang rendah; proporsi memiliki rasio utilisasi aktiva rendah sama dengan proporsi yang memiliki rasio utilisasi aktiva tinggi. Hal ini ditunjukkan oleh probabilitas PMDN yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah dengan rasio hutang rendah, sama dengan probabilitas PMDN yang memiliki rasio utilisasi aktiva tinggi dengan rasio hutang rendah, yakni sebesar 23%.

TABEL 4.6.A
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN UTILISASI AKTIVA PMA

LEV AUR	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
AUR < 113%	51 (31%)	25 (15%)	76 (46%)
AUR > 113%	45 (27%)	45 (27%)	90 (54%)
TOTAL	96 (58%)	70 (42%)	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 4,9437 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,17

TABEL 4.6.B
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN UTILISASI AKTIVA PMDN

LEV AUR	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
AUR < 113%	46 (23%)	59 (31%)	105 (54%)
AUR > 113%	46 (23%)	44 (23%)	90 (46%)
TOTAL	92 (46%)	103 (54%)	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 1,0368 < \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,073

Hasil ini menggambarkan perbedaan cara kedua status perusahaan tersebut dalam mereduksi konflik keagenannya. Perusahaan PMA cenderung tidak memilih instrumen hutang sedangkan PMDN cenderung memilih instrumen hutang dalam mereduksi konflik keagenannya. Terlihat dari Tabel 4.6.A yang menunjukkan sebanyak 33% dari PMA yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah cenderung memiliki rasio hutang tinggi, sebaliknya hanya 50% saja dari PMA yang memiliki rasio utilisasi aktiva tinggi cenderung menggunakan hutang yang tinggi. Dilain pihak, Tabel 4.6.B menunjukkan bukti awal bahwa sebanyak 56% dari PMDN yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah cenderung menggunakan hutang yang tinggi. Perusahaan PMDN yang memiliki persoalan *excess cashflow* membutuhkan hutang untuk mengimbangi masalah tersebut. Pendanaan melalui hutang membuat pihak manajemen memiliki kewajiban membayar bunga pinjaman dan mendorong kehati-hatian dalam mengelola aktiva perusahaan. Meningkatnya efektivitas penggunaan aktiva oleh pihak manajemen karena efek pendanaan melalui hutang ini berdampak pada rendahnya pembayaran dividen PMDN. Premis ini didukung oleh hasil uji beda rata-rata *dividend yield* PMDN yang signifikan lebih rendah daripada rata-rata *dividend yield* PMA, seperti yang telah tersaji pada Tabel 4.3.

Tabel 4.7.A menunjukkan probabilitas perusahaan PMA yang memiliki efektivitas penggunaan aktiva di atas 113% akan membayarkan dividen kurang dari 3% adalah sebesar 46 %, dengan derajat hubungan C sebesar **0,084**; namun tidak signifikan.

TABEL 4.7.A
TABULASI SILANG DIVIDEN DENGAN UTILISASI AKTIVA PMA

DIV \ AUR	DIV < 3 %	DIV > 3 %	TOTAL
AUR < 113%	45 (27%)	38 (23%)	83 (50%)
AUR > 113%	38 (23%)	45 (27%)	83 (50%)
TOTAL	83 (50%)	83 (50%)	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 1,1807 < \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,084

TABEL 4.7.B
TABULASI SILANG DIVIDEN DENGAN UTILISASI AKTIVA PMDN

DIV \ AUR	DIV < 3 %	DIV > 3 %	TOTAL
AUR < 113%	58 (30%)	45 (23%)	103 (53%)
AUR > 113%	45 (23%)	47 (24%)	92 (47%)
TOTAL	103 (53%)	92 (47%)	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 1,0671 < \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,074

Namun, perusahaan PMDN yang menghadapi persoalan *free cashflow* nampaknya membayar dividen kurang dari 3% dan meningkatkan hutang (**lihat** Tabel 4.7.B; sebanyak 56% dari PMDN dengan AUR < 113% membayar dividen < 3%). Pendanaan dengan hutang dalam situasi pengelolaan aktiva rendah ini akan meningkatkan risiko dan total biaya keagenan perusahaan. Gambaran ini mendukung Lehn & Poulsen (1989) dan

Akhtar (2005) yang berpendapat bahwa biaya keagenan berpengaruh positif terhadap rasio hutang.

Sementara hubungan yang tidak signifikan rasio hutang dengan pembayaran dividen, ditunjukkan oleh perusahaan PMA ($C = 0,091$). Bukti empiris ini menunjukkan bahwa peningkatan efektivitas penggunaan aktiva oleh pihak manajemen melalui penerbitan hutang tidak berdampak pada tinggi atau rendahnya pembayaran dividen PMA. Bukti ini ditunjukkan Tabel 4.8.A dimana proporsi pembayaran dividen $< 3\%$ maupun pembayaran dividen $> 3\%$ yang berasal dari perusahaan PMA yang memiliki rasio hutang rendah dibawah 40% adalah sama besar, yakni 50% . Walaupun tidak signifikan pada taraf alpha 5% , kecenderungan ini kelihatannya belum mendukung teori keagenan yang mengeksplisitkan kebijakan dividen berpengaruh negatif pada rasio hutang (Crutchley & Hansen, 1989; Chen & Strange, 2006).

TABEL 4.8.A
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN DIVIDEN PMA

LEV \ DIV	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
DIV < 3%	51 (31%)	38 (23%)	89 (54%)
DIV > 3%	51 (31%)	26 (15%)	77 (46%)
TOTAL	102 (62%)	64 (38%)	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 1,3898 < \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,091

Di lain pihak, pada taraf alpha 5% terlihat kecenderungan yang signifikan perusahaan PMDN yang membayar dividen tinggi akan meningkatkan rasio hutang korporasi dengan derajat hubungan sebesar $0,19$. Tabulasi silang Tabel 4.8.B menunjukkan ada hubungan positif antara *dividend yield* dengan rasio hutang korporasi PMDN. Bukti empiris ini

mendukung teori *pecking order* bahwa pembayaran dividen berkorelasi positif dengan rasio hutang (Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005; dan Deshmukh, 2005)

TABEL 4.8.B
TABULASI SILANG *LEVERAGE* DENGAN DIVIDEN PMDN

LEV \ DIV	LEV < 40 %	LEV > 40 %	TOTAL
DIV < 3%	58 (30%)	45 (23%)	103 (53%)
DIV > 3%	34 (17%)	58 (30%)	92 (47%)
TOTAL	92 (47%)	103 (53%)	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 7,3044 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,19

Tabel 4.9.A dan Tabel 4.9.B memperlihatkan rata-rata kepemilikan saham PMA oleh pihak eksternal atau *outside shareholders* (31,56%) lebih rendah daripada rata-rata kepemilikan eksternal atas saham PMDN (42,95%). Hasil ini mengindikasikan pemegang saham eksternal PMDN memiliki insentif yang tinggi untuk mengendalikan dan melakukan penekanan kepada pihak manajemen untuk mengelola laba ditahan ke dalam investasi-investasi jangka panjang yang produktif dibandingkan PMA. Demikian juga rata-rata proporsi kepemilikan publik atas saham perusahaan PMDN (30,97%) lebih tinggi dibandingkan rata-rata kepemilikan publik atas saham perusahaan PMA (19,82%). Hasil ini mengindikasikan kepemilikan saham PMDN lebih tersebar (*atomistik*) dibanding kepemilikan saham PMA, yang berarti potensi konflik keagenan diantara pemegang saham mayoritas dengan minoritas PMDN lebih besar dibandingkan PMA. Premis ini sejalan dengan bukti empiris yang telah tersaji pada Tabel 4.3 yang menunjukkan signifikansi pada taraf alpha 5%, bahwa efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen PMA lebih tinggi daripada PMDN.

TABEL 4.9.A
 KLASIFIKASI PERUSAHAAN PMA BERDASARKAN *SHAREHOLDERS*

NO	NAMA PERUSAHAAN PMA	PUBLIK (%)	KONSENTRASI KEPEMILIKAN (%)	LAIN-LAIN (%)
1	PT International Nickel Ind Tbk	17,90	60,80	21,30
2	PT Asahimas Flat Glass Tbk	15,04	43,89	41,07
3	PT Unggul Indah Cahaya Tbk	24,18	47,31	28,51
4	PT Astra International Tbk	49,89	50,11	-
5	PT Unilever Indonesia Tbk	15,00	85,00	-
6	PT Medco Energi Internasional Tbk	48,12	33,42	18,46
7	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	16,63	75,94	7,43
8	PT Petrosea Tbk	22,10	77,90	-
9	PT Delta Djakarta Tbk	15,40	58,30	26,30
10	PT BAT Indonesia Tbk	14,00	71,00	15,00
11	PT HM Sampoerna Tbk	2,05	97,95	-
12	PT Eratex Djaya Tbk	30,39	47,50	22,11
13	PT Lion Metal Tbk	42,12	57,70	0,18
14	PT Tembaga Mulia Semanan Tbk	15,16	84,84	-
15	PT Sumi Indo Kabel Tbk	6,85	88,06	5,09
16	PT Astra Graphia Tbk	23,13	76,87	-
17	PT Goodyear Indonesia Tbk	8,36	85,00	6,64
18	PT Hexindo Adiperkasa Tbk	23,78	48,59	27,63
19	PT Merck Indonesia Tbk	26,00	74,00	-
20	PT Bristol Myers Squibb Indonesia Tbk	2,00	98,00	-
21	PT Mandom Indonesia Tbk	22,12	60,78	17,10
22	PT Rig Tenders Tbk	3,17	80,54	16,29
23	PT Surya Toto Tbk	5,30	94,70	-
24	PT London Sumatra Indonesia Tbk	28,64	50,34	21,02
25	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk	21,83	65,14	13,03
26	PT Sepatu Bata Tbk	16,10	65,80	18,10
	RATA-RATA	19,82 %	68,44 %	11,74 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory* 2007 yang diolah kembali, 2008.

Keterangan: Publik : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak publik.
 Lain-lain : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusional, dan investor individual.
 Konsentrasi kepemilikan : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak investor mayoritas atau pengendali (*inside investor*).
 Eksternal Investor = publik + lain-lain.

TABEL 4.9.B
KLASIFIKASI PERUSAHAAN PMDN BERDASARKAN *SHAREHOLDERS*

NO	NAMA PERUSAHAAN PMDN	PUBLIK (%)	KONSENTRASI KEPEMILIKAN (%)	LAIN-LAIN (%)
1	PT Astra Agro Lestari Tbk	38,01	61,99	-
2	PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk	45,50	54,50	-
3	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk	35,00	65,00	-
4	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	6,40	93,60	-
5	PT Fast Food Indonesia Tbk	20,00	43,77	36,23
6	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	48,47	51,53	-
7	PT Mayora Indah Tbk	66,96	32,93	0,11
8	PT Sari Husada Tbk	1,41	98,59	-
9	PT Tunas Baru Lampung Tbk	40,33	59,57	0,10
10	PT Gudang Garam Tbk	25,82	66,80	7,38
11	PT Colorpark Indonesia Tbk	16,00	59,00	25,00
12	PT Lautan Luas Tbk	33,33	63,03	3,64
13	PT Dynaplast Tbk	22,49	60,95	16,56
14	PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	24,62	54,62	20,76
15	PT Trias Sentosa Tbk	57,80	17,94	24,26
16	PT Semen Gresik (Persero) Tbk	23,46	51,01	25,53
17	PT Citra Tubindo Tbk	41,18	52,75	6,07
18	PT Lion Mesh Prima Tbk	42,20	25,55	32,25
19	PT Arwana Citra Mulia Tbk	13,86	27,52	58,62
20	PT Sucaco Tbk	32,74	55,45	11,81
21	PT Astra Otoparts Tbk	13,23	84,72	0,05
22	PT Tunas Ridean Tbk	14,15	48,47	37,38
23	PT United Tractors Tbk	41,55	58,45	-
24	PT Kimia Farma Tbk	9,97	90,03	-
25	PT Tempo Scan Pacipic Tbk	31,44	68,56	-
26	PT Berlian Laju Tanker Tbk	54,53	45,35	0,12
27	PT Humpuss Intermoda Trnsprt Tbk	18,58	70,71	10,71
28	PT Samudera Indonesia Tbk	33,13	57,98	8,89
29	PT Indosat Tbk	44,87	39,96	15,17
30	PT Telekomunikasi Indonesia Tbk	31,96	51,19	16,85
	RATA-RATA	30,97 %	57,05 %	11,98 %

Sumber: Data *Indonesian Capital Market Directory* 2007 yang diolah kembali, 2008.

Keterangan: Publik : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak publik.

Lain-lain : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusional, dan investor individual.

Konsentrasi kepemilikan : proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak investor mayoritas atau pengendali (*inside investor*).

Eksternal Investor = publik + lain-lain.

Dilihat dari hubungan rasio utilisasi aktiva dengan konsentrasi kepemilikan, PMDN yang memiliki konsentrasi kepemilikan saham (57,05%) lebih rendah daripada PMA (68,44%); memiliki nilai AUR lebih rendah daripada PMA. Bukti empiris ini konsisten dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin tersebar kepemilikan saham semakin meningkatkan biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Mollah, 2000).

Berdasarkan alokasi sumberdana, perusahaan PMA dalam memperbaiki struktur modalnya mengarah pada teori *pecking order* dan mempertahankan penerbitan saham. Terlihat pada Tabel 4.10.A komposisi nilai buku hutang dengan modal sendiri perusahaan PMA sekitar 57 banding 43. Kenaikan laba ditahan dari 27,76% pada tahun 2000 ke 34,94% pada tahun 2003, diikuti dengan penurunan rasio hutang dari 49,57% ke 40,46%, sementara penerbitan saham relatif konstan sampai sekitar 21% dari total aktiva. *Retained earning* yang tinggi kemungkinan dipakai untuk *risk-shifting* atau *assets substitution*, seperti untuk pembayaran dividen, melunasi hutang, dan *repurchase of stocks*. Alokasi sumber pendanaan perusahaan PMA seperti ini sangat potensi menimbulkan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dan antara pemegang saham dengan kreditur. Potensi konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditur, akan muncul pada perusahaan PMA yang meningkatkan penerbitan saham namun membayarkan dividen rendah ketika rasio hutang perusahaan menurun.

Namun, pada perusahaan PMA yang membayar dividen rendah fenomena *free cash flow hypothesis* dapat terjadi ketika *retained earning* yang tinggi dikelola ke dalam proyek-proyek investasi yang tidak produktif (*over-investment*), seperti pada PT Astra Graphia Tbk yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah dan *dividend yield* rendah.

TABEL 4.10.A
ALOKASI SUMBER PENDANAAN PERUSAHAAN PMA *)

TAHUN	RETAINED EARNING	LEVERAGE	PENERBITAN SAHAM
2000	27,76 %	49,57 %	22,67 %
2001	32,89 %	44,26 %	22,85 %
2002	34,60 %	34,08 %	26,85 %
2003	34,94 %	40,46 %	24,60 %
2004	34,37 %	41,66 %	23,97 %
2005	34,04 %	45,30 %	20,66 %
2006	32,18 %	46,08 %	21,74 %
RATA-RATA	32,97 %	43,06 %	23,26 %

Sumber: Data ICMD 2001 s/d ICMD 2007 yang diolah kembali, 2008.

Catatan: *) Dihitung berdasarkan 26 sampel perusahaan PMA sektor non keuangan yang tercatat di BEJ.

Fenomena ini menunjuk pada prinsip *net residual dividend*, dimana *retained earning* selain dipakai untuk melunasi hutang, *retained earning* juga dikelola untuk memperoleh *capital gain*. Namun, potensi konflik keagenan karena *excess cash flow* ini akan rendah bila PT Astra Graphia Tbk meningkatkan pembayaran dividen dimana pembiayaannya diperoleh melalui hutang, sementara *excess cashflow* dialokasikan untuk membiayai proyek-proyek investasi produktif.

TABEL 4.10.B
ALOKASI SUMBER PENDANAAN PERUSAHAAN PMDN*)

TAHUN	RETAINED EARNING	LEVERAGE	PENERBITAN SAHAM
2000	18,29 %	53,86 %	27,85 %
2001	20,11 %	51,14 %	28,75 %
2002	23,54 %	45,31 %	31,15 %
2003	24,92 %	47,55 %	27,53 %
2004	26,93 %	46,85 %	26,22 %
2005	29,01 %	47,88 %	23,01 %
2006	32,89 %	47,12 %	19,99 %
RATA-RATA	25,10 %	48,53 %	26,37 %

Sumber: Data ICMD 2001 s/d ICMD 2007 yang diolah kembali, 2008.

Catatan: *) Dihitung berdasarkan 30 sampel perusahaan PMDN sektor non keuangan yang tercatat di BEJ.

Perusahaan PMDN dalam memperbaiki struktur modal dinamisnya lebih mengarah pada *trade-off theory*, dan mempertahankan target struktur modal optimal dengan mengurangi penerbitan saham (*lihat* Tabel 4.10.B *debt-equity ratio* sekitar 50:50). Kenaikan *retained earning* dari 18,29% pada tahun 2000 ke 32,89% pada tahun 2006, diikuti dengan penurunan penerbitan saham dari 27,85% ke 19,99%, sementara rasio hutang PMDN menurun disekitar angka 48% dari total aktiva.

Fenomena *trade off theory* terlihat pada perusahaan PMDN yang membayarkan dividen tinggi dan membatasi kepemilikan saham dari pihak luar (*outside blockholders*). *Retained earning* yang tinggi dipakai untuk membiayai investasi perusahaan, sementara hutang dipertahankan untuk keberlanjutan pembayaran dividen kepada pemegang saham. *Free cash flow hypothesis* akan berlaku pada perusahaan PMDN yang membayar dividen rendah, seperti PT Bakrie Sumatra Plantations Tbk, PT Mayora Indah Tbk, PT Tunas Baru Lampung Tbk, PT Citra Tubindo Tbk, dan PT Arwana Citra Mulia Tbk, dimana hutang dipertahankan atau ditambah dalam upaya mendisiplinkan pihak pengelola.

Tabel 4.3 memperlihatkan secara rata-rata perusahaan PMDN yang memiliki pertumbuhan aktiva dan penerbitan ekuitas tidak berbeda signifikan pada taraf alpha 10% terhadap pertumbuhan aktiva dan penerbitan ekuitas PMA, rata-rata membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan PMA. Hasil ini konsisten dengan teori *pecking order*, seperti yang dikemukakan oleh Barclay, Smith & Morellec (2006). Kondisi perusahaan PMDN yang memiliki pertumbuhan tinggi, kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayarkan dividen sehingga perusahaan PMDN lebih banyak menggunakan sumberdana eksternal (hutang) untuk membayarkan dividen sebagai upaya *monitoring costs*. Alasan ini didukung oleh rata-rata rasio hutang PMDN yang lebih

tinggi dari rata-rata rasio hutang PMA. Di lain pihak, PMA lebih banyak menggunakan sumberdana internal untuk membiayai proyek-proyek investasi perusahaan dan pembayaran dividen, ketimbang menggunakan sumberdana eksternal seperti melalui hutang dan penerbitan saham.

Alokasi sumber pendanaan kedua status perusahaan di atas menunjukkan bahwa perusahaan PMDN lebih menggunakan instrumen hutang sebagai substitusi pembayaran dividen untuk menekan konflik keagenan pihak pengelola dengan pemegang saham, sementara perusahaan PMA meningkatkan pembayaran dividen untuk menekan konflik keagenan yang terjadi karena *free cash flow*. Penambahan penggunaan hutang yang dilakukan PMDN bertujuan untuk menjaga kesinambungan pembayaran dividen kepada pemegang saham, disamping untuk mendisiplinkan pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan. Sedangkan laba ditahan yang tinggi sebagian besar diinvestasikan kembali pada proyek-proyek investasi yang produktif. Namun, bagi perusahaan PMA yang memiliki *excess cashflow* yang besar, laba ditahan digunakan untuk melakukan peningkatan pembayaran dividen setiap periode. Peningkatan dividen ini memberi signal positif mengenai peningkatan *cashflow* di masa mendatang, dan informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham. Dengan kata lain, peningkatan pembayaran dividen di suatu periode akan memicu para pemegang saham untuk menginvestasikan kembali dana yang diperoleh dari dividen yang dibayarkan tersebut ke dalam perusahaan, tentunya dengan harapan memperoleh dividen yang lebih tinggi lagi pada periode berikutnya. Sebagaimana telah ditunjukkan sebelumnya bahwa penggunaan hutang perusahaan PMDN memiliki hubungan dengan pembayaran dividen ($C = 0,19$), maka

melakukan peningkatan pembayaran dividen dalam upaya reinvestasi dana pemegang saham, akan berdampak pada meningkatnya rasio hutang korporasi PMDN.

Hubungan tingkat pertumbuhan aktiva dengan pembayaran dividen perusahaan PMA dan PMDN dapat dijelaskan dari Tabel 4.11.A dan Tabel 4.11.B, yang menunjukkan bukti bahwa pertumbuhan aktiva sebagai peluang investasi perusahaan PMA signifikan berhubungan negatif dengan *dividend yield* PMA ($C = 0,154$), namun tidak signifikan dengan pembayaran dividen PMDN ($C = 0,079$).

TABEL 4.11.A
TABULASI SILANG DIVIDEN DENGAN *GROWTH* PMA

DIV \ GROW	DIV < 3 %	DIV > 3 %	TOTAL
GROW < 1,5 %	51 (31%)	32 (19%)	83 (50%)
GROW > 1,5 %	63 (38%)	20 (12%)	83 (50%)
TOTAL	114 (69%)	52 (31%)	166 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 4,0324 > \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,154

Tabel 4.11.A memperlihatkan signifikansi perusahaan PMA yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi cenderung membayarkan dividen rendah. Hal ini ditunjukkan oleh 76 % dari PMA yang memiliki pertumbuhan aktiva di atas 1,5 % cenderung membayar dividen kurang dari 3%, atau sebaliknya sebanyak 62 % dari PMA yang membayarkan dividen di atas 3 % cenderung memiliki pertumbuhan aktiva kurang dari 1,5 %. Hal ini memunculkan kecenderungan bagi perusahaan PMA yang membayarkan dividen rendah umumnya memiliki proyek-proyek investasi yang besar (Fama & French, 2002). Perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi sebagian besar laba ditahan

dialokasikan untuk mendanai proyek-proyek investasi perusahaan, sehingga dividen yang dibayarkan menjadi berkurang.

Pada kasus dimana perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan aktiva tinggi dan membayarkan dividen rendah cenderung meningkatkan konflik agensi antara manajemen dengan pemegang saham. Laba ditahan sebagian besar diinvestasikan pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif (*overinvestment*). Untuk mengatasi hal seperti ini perusahaan membutuhkan hutang untuk mengimbangi masalah *overinvestment* tersebut, dan meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Peningkatan penggunaan hutang dan pembayaran dividen kepada pemegang saham ini secara otomatis akan meningkatkan produktivitas dari kedua belah pihak yang berkonflik.

Di lain pihak, Tabel 4.11.B menunjukkan bukti bahwa tingkat pertumbuhan aktiva PMDN tidak signifikan memiliki hubungan dengan *dividend yield* PMDN. Proporsi yang sama (50%) terlihat pada perusahaan PMDN yang membayarkan dividen kurang dari 3%; kemungkinan adalah perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva rendah ataupun tinggi (derajat asosiasi C sebesar **0,079**).

TABEL 4.11 .B
TABULASI SILANG DIVIDEN DENGAN *GROWTH* PMDN

DIV \ GROW	DIV < 3 %	DIV > 3 %	TOTAL
GROW < 1,5 %	58 (30%)	45 (23%)	103 (53%)
GROW > 1,5 %	59 (30%)	33 (17%)	92 (47%)
TOTAL	117 (60%)	78 (40%)	195 (100%)

Catatan: $\chi^2_{hit} = 1,2381 < \chi^2_{0,05(1)} = 3,84$; *contingency coefficient* (C) = 0,079

Sebagai kesimpulan dari yang telah dipaparkan di atas bahwa perusahaan PMA yang memiliki rata-rata peluang pertumbuhan aktiva dan rasio hutang lebih rendah daripada perusahaan PMDN, dalam upaya meningkatkan efektivitas pengelolaan aktiva perusahaan dan mereduksi konflik agensi cenderung menggunakan laba ditahan sebagai sumberdana internal untuk pembayaran dividen, pelunasan hutang dan membiayai emisi saham perusahaan (mengarah pada teori *pecking order*). Sedangkan pada perusahaan PMDN, rasio hutang yang tinggi dipertahankan sebagai substitusi pembayaran dividen dalam upaya meningkatkan efektivitas pihak manajemen dalam mengelola asset-asset perusahaan. Sedangkan laba ditahan diprioritaskan untuk kebutuhan dana investasi dan memperoleh *capital gain* (mengarah pada teori *trade-off* dan teori *agency cost*).

4.3 PENGUJIAN MODEL PENELITIAN

Data yang diolah dalam pengujian hipotesis penelitian ini sebanyak 361 unit analisis, terdiri dari 166 unit analisis PMA dan 195 unit analisis PMDN. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan pengujian model konvensional struktur modal, model struktural struktur modal, model dinamis struktur modal, dan pengujian perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN, yang meliputi uji koefisien regresi berganda, uji beda dua atau lebih rata-rata sampel, dan uji validitas struktur modal optimal.

Pengujian terhadap model konvensional determinan struktur modal korporasi yang tertuang pada hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 9, hipotesis 13a dan hipotesis 14 dapat dijelaskan dengan menggunakan model persamaan regresi linear berganda yang disajikan kembali sebagai model komparatif statis untuk kedua tipe perusahaan berikut ini:

$$LEV = \beta_0 + \beta_1(EBIT/A) + \beta_2(AUR) + \beta_3(EARNVOL) + \beta_4(SIZE) + \beta_5(GROWTH) + \beta_6(TAX) + \beta_7(CVA) + \beta_8(RISK) + \beta_9(MVE) + \beta_{10}(INV) + \beta_{11}(DIV) + \xi$$

Pengujian pengaruh variabel determinan struktur modal pada variabel *leverage* dilakukan dengan menguji signifikansi koefisien regresi (β_j).

Pengujian terhadap model dinamis perubahan struktur modal korporasi seperti yang tertuang pada hipotesis 22, dapat dijelaskan ke dalam persamaan model dinamis yang disajikan kembali sebagai berikut:

$$(LEV)_T - (LEV)_{T-1} = \varphi_0 + \varphi_1 (MVE)_{T-1} + \varphi_2 (CVA)_{T-1} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-1} + \varphi_4 (SIZE)_{T-1} + \varphi_5 (TAX)_{T-1} + \varphi_6 (LEV)_{T-1} + \xi_T$$

Model dinamis ini sebagai konfirmasi tambahan pada pengujian apakah perubahan rasio hutang (ΔLEV)_T dari tahun ke tahun dipengaruhi oleh variabel-variabel determinan struktur modal periode waktu sebelumnya, dan dipengaruhi oleh *target leverage* perusahaan periode sebelumnya.

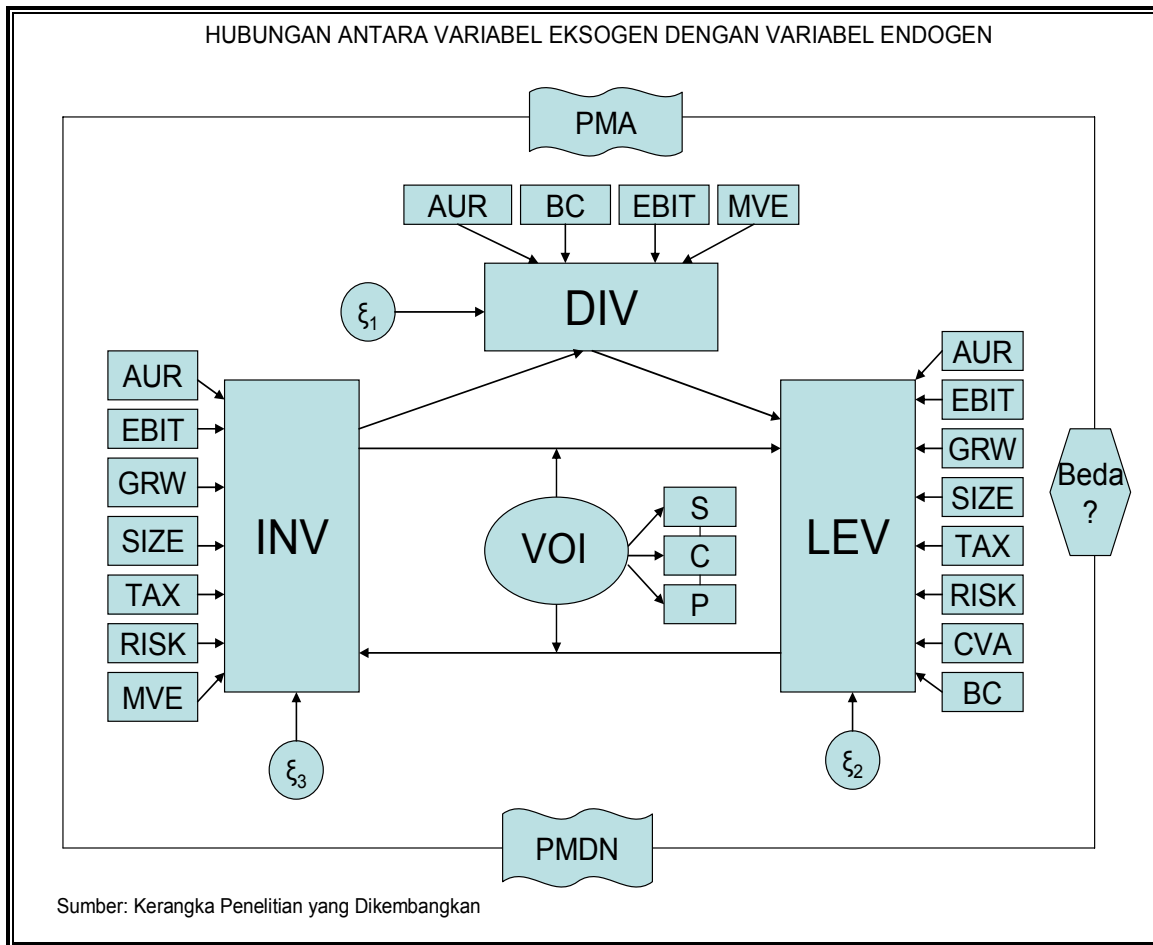
Sedangkan pengujian *current leverage* dipengaruhi oleh determinan struktur modal dinamisnya dijelaskan dengan menggunakan model dinamis seperti yang dilakukan Fama & French (2000), yakni:

$$(LEV)_T = \varphi_0 + \varphi_1 (MVE)_{T-1} + \varphi_2 (CVA)_{T-1} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-1} + \varphi_4 (Div/MVE)_{T-1} + \varphi_5 (SIZE)_{T-1} + \varphi_6 (TAX)_{T-1} + \varphi_7 (INVCAP)_{T-1} + \varphi_8 (LEV)_{T-1} + \xi_t$$

Pengujian model penelitian untuk model struktural struktur modal dilakukan dari modifikasi model empiris seperti yang telah digambarkan pada Gambar 2.9 Bab II sebelumnya. Modifikasi dilakukan mengingat sulitnya mengukur langsung variabel biaya keagenan dan informasi asimetris yang semula dipertimbangkan sebagai variabel endogen model penelitian. Kedua variabel tersebut akhirnya disederhanakan dan dipertimbangkan sebagai variabel eksogen model penelitian, yang diharapkan berpengaruh pada keputusan investasi, kebijakan dividen dan keputusan *leverage* korporasi. Disamping itu, penelitian ini menekankan pendekatan regresi yang berupaya

mengeplorasi hubungan dan pengaruh diantara variabel *observable*. Pengukuran biaya keagenan dilakukan melalui *observable measurement* yakni rasio utilisasi assets (AUR), dan pengukuran informasi asimetris diukur melalui *market valuation*, biaya kebangkrutan yang diproksi oleh rasio standar deviasi *earning* terhadap biaya bunga.

GAMBAR 4.1
MODIFIKASI MODEL EMPIRIS



Model empiris Gambar 4.1 tersebut merupakan model persamaan struktural dengan struktur persamaan yang terdiri dari tiga persamaan regresi yang digunakan untuk melakukan pengujian hipotesis 10 sampai dengan hipotesis 15, hipotesis 20 dan 21, seperti yang disajikan kembali sebagai berikut:

Model persamaan dividen:

$$DIV = \Omega_0 + \Omega_1(AUR) + \Omega_2(BC) + \Omega_3(INV) + \Omega_4(EBIT/A) + \Omega_5(MVE) + \varepsilon_1$$

Model persamaan *leverage*:

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1(AUR) + \varphi_2(BC) + \varphi_3(EBIT/A) + \varphi_4(DIV) + \varphi_5(SIZE) + \varphi_6(TAX) + \varphi_7(INV) + \varphi_8(RISK) + \varphi_9(CVA) + \varphi_{10}(GROW) + \varepsilon_2$$

Model persamaan investasi:

$$INV = \Phi_0 + \Phi_1(AUR) + \Phi_2(TAX) + \Phi_3(EBIT/A) + \Phi_4(SIZE) + \Phi_5(RISK) + \Phi_6(GROW) + \Phi_7(LEV) + \Phi_8(MVE) + \varepsilon_3$$

Sedangkan pengujian pengaruh moderasi dari variabel struktur industri (VOI) pada hubungan perubahan investasi dengan perubahan *leverage* (hipotesis 21), dilakukan melalui pengujian koefisien interaksi regresi sistem persamaan simultan sebagai berikut:

$$LEV = \varphi_0^* + \varphi_1^*(AUR) + \varphi_2^*(BC) + \varphi_3^*(EBIT/A) + \varphi_4^*(PredDIV) + \varphi_5^*(SIZE) + \varphi_6^*(TAX) + \varphi_7^*(PredINV) + \varphi_8^*(RISK) + \varphi_9^*(CVA) + \varphi_{10}^*(GROW) + \varphi_{11}^*(VOI) + \varphi_{12}^*(PredINV \times VOI) + \{\varepsilon_2 + \varphi_4 \xi_1 + (\varphi_7 + \varphi_{11} \varphi_{12}) \xi_3\}$$

Bila pengujian koefisien $\varphi_{12}^* \neq 0$ signifikan pada taraf nyata α , maka VOI memoderasi pengaruh investasi pada *leverage*, yang diinterpretasikan sebagai laju perubahan kemiringan garis (*partial derivative*) persamaan *leverage* karena perubahan investasi dipengaruhi oleh VOI, yakni $\partial LEV / \partial PredINV = \varphi_7^* + \varphi_{12}^*(VOI)$. Hal yang sama dilakukan untuk pengujian VOI memoderasi pengaruh *leverage* pada investasi.

4.4 ASUMSI KLASIK MODEL PENELITIAN

4.4.1 Uji Normalitas Data

Secara univariate sederhana, variabel-variabel penelitian cukup memenuhi asumsi normalitas bila dipandang dari besarnya nilai *kurtosis* dan *skewness*. Dalam studi ini semua variabel penelitian diuji melalui nilai *Z* statistik untuk *skewness* dan *kurtosis*, dengan rumus: $Z_{skewness} = Skewness / (\sqrt{6/N})$ dan $Z_{kurtosis} = Kurtosis / (\sqrt{24/N})$. Dengan nilai *Z* statistik pada taraf uji $\alpha = 0,05$ disimpulkan bahwa data untuk variabel-variabel penelitian ini *tidak* berdistribusi normal, sehingga data ditransformasi ke dalam bentuk *Z-score* agar cukup mewakili untuk digunakan dalam analisis (**lihat lampiran**).

4.4.2 Uji Multikolinearitas

Persoalan multikolinearitas yang timbul karena keterkaitan linearitas diantara variabel-variabel bebas model, dapat diperiksa dari matriks korelasi sederhana variabel-variabel bebas penelitian. Tabel 4.12 di bawah ini mendeteksi persoalan multikolinearitas serius terjadi antara variabel pertumbuhan (*GROW*) dengan variabel penerbitan ekuitas (*MVE*). Untuk mengatasi persoalan ini, selanjutnya dalam analisis variabel *GROW* ditransformasi ke dalam variabel *dummy* pertumbuhan *Z-score*, dimana *dummy* = 1, bila *Z-score* bernilai positif dan *dummy* = 0, bila *Z-score* bernilai negatif.

TABEL 4.12
Matriks Koefisien Korelasi Antar Variabel Bebas Penelitian

	INV	EBIT/A	GROW	SIZE	RISK	AUR	EARNV	CVA	TAX	MVE
INV	1									
EBIT/A	-0.0155	1								
GROW	0.02336	0.44981	1							
SIZE	0.34938	0.06099	0.12424	1						
RISK	-0.0635	0.33423	0.16833	-0.0213	1					
AUR	-0.0461	0.22744	0.15474	-0.3211	0.00143	1				
EARNV	-0.0836	0.12925	0.07645	-0.0638	0.35366	0.10745	1			
CVA	-0.125	-0.1728	-0.0782	0.27401	0.08788	-0.4734	-0.0263	1		
TAX	0.00726	0.15526	0.05553	0.35831	0.07855	-0.1136	0.05964	0.17572	1	
MVE	0.04862	0.47169	0.9351	0.20474	0.17107	0.15913	0.08066	-0.043	0.1284	1

Tabel 4.13 di bawah ini menyajikan matriks korelasi antar dua variabel bebas penelitian setelah variabel GROW ditransformasi sebagai variabel kontrol. Pengujian pengaruh tingkat pertumbuhan dalam studi ini dipandang sebagai pengaruh perbedaan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi (*Z-score* positif = di atas rata-rata pertumbuhan industri), dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan rendah (*Z-score* negatif = di bawah rata-rata pertumbuhan industri) pada variabel terikat model.

TABEL 4.13

MARIKS KOEFISIEN KORELASI ANTAR DUA VARIABEL PENELITIAN (VAR GROWTH SEBAGAI VARIABEL KONTROL)										
	INV	EBIT/A	SIZE	DUMGRW	RISK	AUR	EARNV	CVA	TAX	MVE
INV	1									
EBIT/A	-0.0155	1								
SIZE	0.34938	0.06099	1							
DUMGRW	0.09082	0.44869	0.14389	1						
RISK	-0.0635	0.33423	-0.0213	0.08226	1					
AUR	-0.0461	0.22744	-0.3211	0.15995	0.00143	1				
EARNV	-0.0836	0.12925	-0.0638	0.02722	0.35366	0.10745	1			
CVA	-0.125	-0.1728	0.27401	-0.0265	0.08788	-0.4734	-0.0263	1		
TAX	0.00726	0.15526	0.35831	0.14082	0.07855	-0.1136	0.05964	0.17572	1	
MVE	0.04862	0.47169	0.20474	0.57164	0.17107	0.15913	0.08066	-0.043	0.1284	1

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

4.4.3 Uji Homoskedastisitas

Pemeriksaan varians residual model regresi homogen dilakukan menurut prosedur Draper & Smith (1981), yaitu dengan membuat plot residual pada variabel terikat prediksi. Perilaku residual model-model yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian cenderung membentuk pita mendatar di sekitar garis $\epsilon_i/s = 0$, dengan kemungkinan 95% berada dalam interval (-2,2). Informasi ini menunjukkan bahwa distribusi varians residual tidak berpola sistematis (homogen). Disamping itu, transformasi variabel-variabel bebas penelitian ke dalam bentuk logaritma dan persentase semakin memberikan jaminan varian residual model regresi akan homogen.

4.4.4 Uji Autokorelasi atau *Autoregressive Error Terms*

Penelitian ini menggunakan data panel yang menggabungkan data *cross-section* dan *time series*, sehingga sangat memungkinkan terjadinya korelasi antar kesalahan pengganggu (*error terms*) pada periode T dengan periode T-1 sebelumnya. Khusus untuk model persamaan struktural struktur modal dan model dinamis struktur modal dilakukan pengujian autokorelasi dan *autoregressive error terms*, sehingga bebas dari kesalahan pengganggu yang berkorelasi diri dengan sesamanya pada periode berikutnya. Pengujian dilakukan dengan meregresikan *error terms* periode pengamatan T pada *error terms* periode pengamatan ke T-1 secara iterasi, yakni: $\xi_T = \varphi_0 + \varphi_1 \xi_{T-1}$ sampai diperoleh hasil uji yang menunjukkan bukti bahwa $\varphi_1 = 0$ (persoalan autokorelasi atau *autoregressive* dalam *error term* tidak nyata).

Untuk mengatasi persoalan autokorelasi atau *autoregressive error terms*, maka penyelesaian persamaan normal regresi struktur modal dilakukan melalui dua tahap, yakni: tahap (1) penaksiran persamaan normal model regresi dengan memperlakukan data panel sebagai kumpulan data *cross-section*, diasumsikan bahwa koefisien-koefisien regresi yang ditaksir bersifat tetap untuk setiap waktu pengamatan (mengabaikan pengaruh *error terms*), dan tahap (2) penaksiran persamaan model regresi dengan koefisien berubah yang random (*varying regression coefficient model*) yang mempertimbangkan pengaruh *time series* pada data panel, diasumsikan bahwa koefisien-koefisien regresi yang ditaksir bersifat random dan bebas dari bentuk *autoregressive* dalam *error terms*. Teknik yang digunakan adalah teknik Cochrane-Orcutt (*quasi first difference method*).

4.5 PENGUJIAN HIPOTESIS PENELITIAN

4.5.1 Model Konvensional Determinan Struktur Modal.

Hasil pengujian model konvensional determinan struktur modal perusahaan PMA & PMDN yang *go public* di Bursa Efek Indonesia dapat dilihat pada Tabel 4.14, yang menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,478 yang memberi arti bahwa 47,8% variasi dari rasio hutang dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel determinan struktur modal yang terkandung dalam model konvensional regresi tersebut. Dari uji ANOVA, diperoleh nilai *p-value* sebagai peluang (Tolak $H_0|H_0$ Benar) untuk uji $F < 0,05$, yang memberi arti bahwa model regresi dapat diandalkan untuk memprediksikan rasio nilai pasar hutang berdasarkan variabel-variabel determinan struktur modal yang terkandung dalam model konvensional determinan struktur modal seluruh perusahaan PMA dan PMDN yang menjadi sampel penelitian ini (selanjutnya disebut *all firms*).

Nilai *adjusted R²* untuk model konvensional determinan struktur modal PMA sebesar 0,49 yang memberi arti bahwa 49% variasi dari rasio hutang PMA dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel-variabel determinan struktur modal. Sedangkan dari model konvensional determinan struktur modal PMDN; proporsi dari variasi rasio hutang PMDN yang dapat dijelaskan oleh variasi dari variabel-variabel determinan struktur modal, sebesar 54,7%.

Hasil pengujian multikolinearitas yang ditunjukkan oleh ukuran nilai *tolerance* $> 0,10$ atau *variance inflation factor*⁴⁸ (VIF) < 10 (**lihat** lampiran output SPSS) untuk ketiga

⁴⁸ VIF dan *Tolerance* merupakan salah satu ukuran lain untuk mendeteksi persoalan multikolinearitas. Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel bebas manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Nilai *cutoff* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai *Tolerance* $< 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF > 10$; karena $VIF = 1/Tolerance$ (Ghozali, 2005).

model konvensional; menunjukkan tidak terlihat ada persoalan multikolinearitas yang timbul karena keterkaitan linearitas diantara variabel-variabel determinan struktur modal.

TABEL 4.14
RINGKASAN HASIL UJI KOEFISIEN REGRESI DIBAKUKAN
MODEL KONVENSIONAL DETERMINAN STRUKTUR MODAL

VARIABEL DIUJI	MODEL 1 (ALL FIRMS)	MODEL 2 (PMA)	MODEL 3 (PMDN)
INVESTMENT	-0,082 **	0,008	-0,223 ***
DIVIDEND YIELD	0,035	-0,021	0,176 ***
EBIT TO ASSETS	-0,393 ***	-0,525 ***	-0,283 ***
SIZE OF ASSETS	0,139 ***	0,112	0,076
GROWTH OF ASSETS	-0,414 ***	-0,284 ***	-0,418 ***
BUSINESS RISK	0,078 **	0,114 *	-0,061
ASSET UTILIZATION	0,191 ***	0,255 ***	-0,016
EARNING VOLATILITY	-0,165 ***	-0,203 ***	-0,040
MARKET VALUE OF EQUITY	-0,038	-0,049	-0,108 *
COLLATERAL ASSETS	0,090 ***	-0,056	0,124 ***
CORPORATE TAXPAY	-0,011	-0,024	0,024
NUMBER OBSERVASI (N)	361	166	195
ADJUSTED R-SQUARE (R ²)	0,478	0,490	0,547

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$; ** signifikan pada $\alpha = 0,10$; * signifikan pada $\alpha = 0,15$

MODEL 1 : Model Konvensional Determinan Struktur Modal *all firms* (PMA & PMDN)

MODEL 2 : Model Konvensional Determinan Struktur Modal PMA

MODEL 3 : Model Konvensional Determinan Struktur Modal PMDN

Dependent Variable: **Market Value of Leverage**

Independent Variables:

LOG (INVEST) = INVESTMENT

DIVIDEND = DIVIDEND YIELD

EBIT TO ASSETS = EBIT/A sebagai proksi profitabilitas

SIZE = SIZE OF ASSET sebagai proksi ukuran perusahaan

DGOW = GROWTH (pertumbuhan aktiva)

RISKREL = BUSINESS RISK

AUR = ASSET UTILIZATION sebagai proksi biaya keagenan

EARNVOL = EARNING VOLATILITY sebagai proksi biaya kebangkrutan

MVEQ = MARKET VALUE OF EQUITY sebagai proksi penerbitan ekuitas

CVA = COLLATERAL ASSETS menunjukkan sejumlah aktiva tetap perusahaan yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh sumber dana eksternal (hutang).

TAXPAY = CORPORATE TAXPAY (pajak korporasi).

Tabel 4.14 di atas menunjukkan bukti bahwa variabel-variabel investasi, dividen, profitabilitas, pertumbuhan aktiva, ukuran perusahaan, risiko bisnis, rasio utilisasi aktiva, volatilitas *earning*, dan besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateral assets*) merupakan determinan utama struktur modal. Sedangkan penerbitan ekuitas dan pajak korporasi tidak relevan pada struktur modal PMA dan PMDN.

Pengujian Hipotesis 1: Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis ini menunjukkan variabel EBIT/A sebagai proksi profitabilitas dari ketiga model konvensional di atas memiliki koefisien regresi bertanda *negatif* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 1 penelitian ini, yakni tingkat profitabilitas berpengaruh sangat signifikan negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMA & PMDN di Indonesia yang memiliki daya profit rendah memiliki rasio hutang yang tinggi, sebaliknya memiliki rasio hutang rendah ketika daya profit perusahaan tinggi.

Pengujian Hipotesis 2: Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang

Variabel rasio utilisasi aktiva (AUR) yang dipakai sebagai ukuran efektivitas pihak manajemen mengelola asset-asset perusahaan memiliki koefisien regresi bertanda *positif* untuk model 1 (*all firms*) dan model 2 (PMA), namun tidak signifikan negatif untuk model 3 (PMDN) dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil ini memperkuat bukti empiris awal tabulasi silang Tabel 4.6.A dan Tabel 4.6.B sebelumnya yang memperlihatkan bukti bahwa rasio utilisasi aktiva signifikan memiliki hubungan positif dengan rasio hutang PMA ($C = 0,17$), namun tidak signifikan berhubungan positif dengan rasio hutang PMDN ($C = 0,073$). Semakin tinggi efektivitas pihak manajemen dalam

mengelola asset-asset perusahaan, semakin tinggi kebutuhan hutang untuk keperluan menekan konflik keagenan sehubungan dengan persoalan *excess cashflow*.

Karena rasio pengelolaan aktiva merupakan inversi dari biaya keagenan, maka sifat transitivitas membawa konsekuensi hipotesis 2 penelitian ini diterima. Penerimaan hipotesis 2 ini menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

Pengujian Hipotesis 3: Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang

Biaya kebangkrutan pada studi ini diproksi oleh variabel volatilitas *earning* (EARNVOL) yang berkaitan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan dan *agency cost of debt* (Crutchley & Hansen, 1989). Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis ini menunjukkan koefisien regresi variabel EARNVOL untuk *all firms* dan PMA bertanda *negatif* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 3 penelitian ini. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia cenderung menurunkan rasio hutang korporasinya ketika biaya kebangkrutannya meningkat.

Pengujian Hipotesis 4: Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa variabel SIZE untuk model *all firms* memiliki koefisien regresi bertanda *positif* dengan tingkat signifikansi $\alpha < 005$, namun tidak signifikan positif untuk kedua model masing-masing status perusahaan. Hasil uji ini mempertegas bukti awal yang telah tersaji sebelumnya pada Tabel 4.2.B, dan Tabel 4.3.B yang memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif lemah dengan rasio hutang PMDN ($r = -0,063$), dan dengan rasio hutang PMA ($r = -0,029$). Dengan angka statistik ini, walaupun tidak signifikan pada model PMA dan model

PMDN, namun hasil pengujian model *all firms* memberi dukungan terhadap penerimaan hipotesis 4 penelitian ini, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Semakin besar total aktiva yang dimiliki perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan sehingga semakin besar kesempatan atau kemampuan perusahaan memperoleh sumber-sumber dana eksternal.

Hasil ini memberi bukti bahwa di Indonesia perusahaan PMA & PMDN yang berukuran aktiva besar cenderung menerbitkan hutang yang tinggi, sedangkan perusahaan PMA & PMDN yang berukuran aktiva kecil menggunakan hutang yang rendah.

Pengujian Hipotesis 5: Tingkat Pertumbuhan dengan Rasio Hutang

Tabel 4.14 menunjukkan hasil pengujian statistik koefisien regresi variabel *dummy* tingkat pertumbuhan aktiva (DGROW) untuk ketiga model konvensional berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage* perusahaan; dengan signifikansi $\alpha < 0,05$. Hasil ini memperlihatkan bahwa perbedaan rasio hutang perusahaan (*all firms*) yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi dengan pertumbuhan aktiva rendah, sebesar -21,93%. Bandingkan dengan hasil uji tabulasi silang yang tersaji pada Tabel 4.5.A sebelumnya yang menunjukkan *growth* berhubungan negatif signifikan dengan rasio hutang korporasi PMA ($C= 0,3956$). Di lain pihak, ditunjukkan oleh Tabel 4.5.B *growth* yang memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang PMDN ($C= 0,42$). Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 5 penelitian ini, yakni tingkat pertumbuhan aktiva berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

Pengujian Hipotesis 6: Hubungan Tingkat Pajak dengan Rasio Hutang

Tabel 4.14 menunjukkan hasil pengujian pada ketiga model konvensional determinan struktur modal yang tidak signifikan positif terhadap *leverage*, dengan $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$.

Dengan angka statistik ini, hipotesis 6 penelitian ini tidak terbukti secara statistik. Dengan kata lain *belum* cukup bukti untuk menyatakan bahwa tingkat pajak korporasi berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Walaupun tidak signifikan, namun terlihat koefisien regresi pajak korporasi untuk model PMA bertanda negatif. Hal ini memberi indikasi bahwa kehadiran pajak korporasi masih dipandang sebagai signal negatif oleh PMA di Indonesia untuk melakukan *leveraging up*. Namun, sebaliknya pada PMDN kehadiran pajak korporasi (walaupun tidak signifikan koefisien regresi bertanda positif) masih memberi kemungkinan perusahaan PMDN di Indonesia untuk mengoptimalkan struktur modalnya melalui peningkatan penggunaan hutang (*static* atau *trade-off theory*).

Pengujian Hipotesis 7: Hubungan *Collateral Value of Assets* dengan Rasio Hutang

Variabel *collateral value of asset* yang diukur dari rasio total aktiva tetap terhadap total aktiva memiliki koefisien regresi bertanda *positif* dengan signifikansi $\alpha = 0,10$, untuk model konvensional *all firms* dan model PMDN. Bukti ini membawa konsekuensi logis pada penerimaan hipotesis 7 penelitian ini, bahwa *collateral assets* berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin banyak aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan terhadap hutang, semakin besar hutang yang dapat diberikan oleh kreditur. Dengan kata lain, kreditur akan selalu memberikan pinjaman yang besar bila ada jaminan aktiva yang besar. Pengaruh signifikan positif CVA terhadap rasio hutang ini menunjukkan betapa tingginya ketergantungan perusahaan PMDN di Indonesia pada ketersediaan aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh sumber-sumber dana eksternal. Perusahaan yang memiliki

jaminan terhadap hutang, akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang.

Sedangkan untuk model konvensional PMA koefisien regresi CVA bertanda negatif dan tidak signifikan pada taraf $\alpha \leq 0,15$. Hasil uji ini menunjukkan bahwa PMA memiliki derajat ketergantungan yang rendah pada *collateral assets* ketika membutuhkan tambahan dana dari pihak eksternal dalam bentuk hutang. Disamping alasan ketersediaan aktiva, perusahaan PMA di Indonesia sebagai subsidiari dari perusahaan multinasional yang mendapatkan kemudahan mendapatkan dana dari *parent company* dan melakukan diversifikasi internasional; memiliki banyak peluang memperoleh sumber pendapatan dan bisnis yang lebih baik, sehingga mampu mereduksi *leveragenya* ke tingkat yang lebih rendah. Alasan lain yang dapat dikemukakan disini terkait dengan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen untuk memperoleh *annual sales* yang tinggi. Sebagaimana Tabel 4.3 sebelumnya menyajikan bahwa PMA yang memiliki rasio hutang lebih rendah daripada rasio hutang PMDN; lebih efektif mengelola aktiva (AUR) dibandingkan PMDN. Pengelolaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen ke dalam proyek-proyek investasi produktif menyebabkan semakin berkurangnya ketersediaan aktiva yang dapat dijadikan sebagai jaminan untuk mendapatkan sumberdana eksternal. Dengan demikian mengurangi ketergantungan perusahaan pada sumber dana eksternal, dan mendorong pihak manajemen untuk produktif menggunakan aktiva untuk memperoleh sumber-sumber pendapatan dan peluang bisnis yang lebih baik. Sumber pendapatan yang diperoleh ini sebagai sumber dana internal untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga mengurangi ketergantungan pada sumber dana eksternal.

Pengujian Hipotesis 8: Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis penelitian 8 ini menunjukkan besaran koefisien regresi variabel risiko bisnis untuk model konvensional *all firms* dan model PMA bertanda *positif*, dengan tingkat signifikansi $\alpha < 0,10$. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi nilai pasar hutang yang diperlukan untuk membiayai operasional dan proyek-proyek investasi perusahaan. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa preferensi manajemen perusahaan PMA di Indonesia terhadap risiko adalah *risk seeker* atau *risk neutral*. Pilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih memberikan tambahan manfaat (*return*) yang lebih besar di bandingkan biaya modal yang dibutuhkan karena ketidakpastian bisnis. Tentunya dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, portofolio investasi yang dapat memberikan *return* yang tinggi akan dipilih oleh *risk seeker*.

Bagi PMA yang *profitable* dan memiliki variabilitas profit yang tinggi, meningkatnya risiko atas biaya modal akan berdampak pada penurunan investasi riil dan meningkatnya hasrat berinvestasi pada asset-asset keuangan melalui penerbitan saham dan/atau *capital gain*. Meningkatkan emisi saham ketika risiko bisnis tinggi akan semakin meningkatkan ketidakpastian dan biaya modal perusahaan karena meningkatnya biaya keagenan ekuitas, sehingga menurunkan harga saham atau nilai perusahaan. Dalam kondisi seperti itu, pilihan perusahaan adalah memilih menerbitkan hutang daripada menerbitkan saham, karena biaya keagenan hutang lebih rendah daripada biaya keagenan ekuitas, dan manfaat penambahan hutang terhadap nilai perusahaan lebih tinggi dari pada manfaat penerbitan ekuitas. Penggunaan hutang memberikan derajat kepastian *return* lebih tinggi dibandingkan penerbitan saham. Hutang dibutuhkan untuk membiayai investasi finansial

perusahaan seperti untuk membeli saham-saham yang bernilai rendah (*repurchase of stocks*) atau memperoleh *capital gain* jangka pendek, sementara laba ditahan digunakan untuk memenuhi kebutuhan investasi riil dalam rangka ekspansi perusahaan.

Sedangkan *risk neutral* terlihat dari kaitannya dengan diversifikasi internasional yang dilakukan PMA pada saham-saham yang prospek memberikan *return*; maka diversifikasi *common stocks* perusahaan dengan biaya diversifikasi yang semakin rendah karena memperoleh manfaat *debt reduction*, akan membuat tumpuan manajemen pada *leverage* semakin rendah. Dalam kondisi ketidakpastian bisnis seperti itu preferensi manajer terhadap risiko adalah netral sepanjang diversifikasi *common stocks* masih memberikan pengembalian yang lebih tinggi. Dengan demikian risiko bisnis yang rendah karena efek diversifikasi berpengaruh pada berkurangnya rasio hutang PMA.

Namun, walaupun hasil uji statistik pada taraf nyata $\alpha = 0,10$ menunjukkan belum cukup bukti risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap *leverage* PMDN; koefisien regresi risiko bisnis bertanda negatif ini menunjukkan bahwa preferensi manajer PMDN terhadap risiko bisnis dalam memperoleh sumber dana eksternal yang berasal dari hutang adalah *risk averter*. Mereka beranggapan bahwa dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, penambahan hutang malah akan meningkatkan risiko bisnis perusahaan, sehingga *risk averter* cenderung menghindari penggunaan hutang yang tinggi ketika risiko bisnis perusahaan meningkat.

Hasil uji statistik ini membuktikan bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang perusahaan, namun belum cukup bukti menunjukkan risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

Pengujian Hipotesis 9: Hubungan Penerbitan Ekuitas dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis ini pada ketiga model konvensional menunjukkan bahwa variabel MVEQ yang diproksi melalui rasio nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku ekuitas, memiliki koefisien regresi bertanda negatif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,15$ untuk model PMDN; namun tidak signifikan untuk model *all firms* dan model PMA. Penerimaan hipotesis ini pada taraf nyata $\alpha = 0,15$ menyatakan bahwa penerbitan ekuitas atau *market valuation* berpengaruh negatif terhadap rasio hutang PMDN.

Hasil uji ini membawa konsekuensi penerimaan hipotesis penelitian yang secara implisit menunjukkan bukti empiris adanya konflik keagenan antara pemegang saham (*shareholders*) PMDN dengan pihak kreditur (*debtholders*). Penerbitan ekuitas melalui emisi saham yang bertujuan untuk meningkatkan harga saham akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas dan menambah biaya modal perusahaan sehingga dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Oleh karena itu, untuk menjaga agar nilai perusahaan tetap tinggi pada tingkatan risiko tertentu, maka penerbitan ekuitas harus dibarengi dengan penurunan rasio hutang perusahaan. Namun, hasil pengujian statistik untuk hipotesis penelitian ini belum cukup bukti menunjukkan adanya konflik keagenan antara pemegang saham PMA dengan *debtholders*.

Pengujian Hipotesis 13a: Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis statistik untuk variabel investasi yang berpengaruh terhadap rasio hutang ditunjukkan oleh koefisien regresi investasi yang bertanda negatif untuk *model all firms* dan model PMDN, dengan tingkat signifikansi $\alpha < 0,10$. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMDN di Indonesia yang memiliki proyek-proyek investasi besar, memiliki rasio hutang yang rendah. Sebaliknya, perusahaan-

perusahaan PMDN yang menghadapi persoalan *under-investment*, maka untuk mengatasi persoalan *under-investment* tersebut dibutuhkan hutang yang besar untuk menekan pihak manajemen agar melakukan investasi pada proyek-proyek dengan NPV positif.

Namun, pengaruh investasi terhadap rasio hutang tidak signifikan positif pada model PMA. Hasil ini menunjukkan belum cukup alasan untuk menerima hipotesis penelitian 13a ini yang menyatakan bahwa investasi berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil uji ini mengungkapkan tidak signifikannya pengaruh investasi terhadap rasio hutang PMA lebih disebabkan karena kemampuan PMA untuk membiayai investasinya dari sumber dana internal. Kekuatan laba ditahan masih memadai untuk menopang proyek-proyek investasi besar PMA. Berarti ketika laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal masih mencukupi, kenaikan skala investasi tidak akan berpengaruh terhadap kebutuhan dana untuk investasi yang akan dibiayai oleh hutang.

Pengujian Hipotesis 14: Hubungan Pembayaran Dividen dengan Rasio Hutang

Tabel 4.14 menunjukkan hasil pengujian pengaruh *dividend yield* terhadap rasio hutang hanya signifikan positif pada model konvensional PMDN, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$; sedangkan pada model konvensional *all firms* dan PMA *dividend yield* tidak berpengaruh signifikan positif. Bukti ini mempertegas bukti empiris awal seperti yang telah disajikan pada Tabel 4.8.B sebelumnya bahwa penggunaan hutang PMDN memiliki hubungan signifikan positif dengan pembayaran dividen ($C = 0,19$); maka melakukan peningkatan pembayaran dividen dalam upaya reinvestasi dana pemegang saham, akan berdampak pada meningkatnya rasio hutang korporasi PMDN. Penambahan penggunaan hutang yang dilakukan PMDN bertujuan untuk menjaga kesinambungan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

4.5.2 Model Empiris Persamaan Struktural Struktur Modal

Dari apa yang telah diperoleh pada pengujian statistik hipotesis-hipotesis penelitian model konvensional determinan struktur modal pada sub bab 4.5.1, yang menunjukkan hasil bahwa *belum* cukup bukti variabel pajak korporasi, variabel investasi, dan variabel kebijakan dividen berpengaruh nyata pada rasio hutang atas aktiva (*leverage*) perusahaan. Untuk melihat pengaruh variabel-variabel tersebut, maka pengujian dilakukan melalui pemodelan berstruktur (simultanitas) seperti yang tersaji pada model empiris Gambar 4.1.

Dengan identifikasi sistem persamaan struktural seperti pada Tabel 4.15 berikut:

TABEL 4.15
IDENTIFIKASI PERSAMAAN STRUKTURAL

PERSAMAAN SIMULTAN	PREDETERMINED (K)										K	(K-K) > (M-1)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		
LEV	ϕ_0	AC	BC	EBIT	SIZE	TAX	RISK	TGA	CVA	-	8	<i>Exactly identified</i>
DIV	Ω_0	AC	BC	EBIT	-	-	-	-	-	MVE	4	<i>Overidentified</i>
INV	Φ_0	AC	-	EBIT	SIZE	TAX	RISK	TGA	-	MVE	7	<i>Overidentified</i>

Sumber: Gujarati, 2003 dan hasil identifikasi persamaan struktural dalam penelitian ini.

Identifikasi persamaan struktural menunjukkan bahwa satu persamaan *exactly identified* pada persamaan *leverage*, dan dua persamaan struktural adalah *overidentified* pada persamaan dividen, dan investasi. Karena semua persamaan struktural di atas menunjukkan hasil tidak ada persamaan yang *underidentified*, maka untuk memberikan hasil estimasi yang konsisten dan tidak bias, data diolah dengan menggunakan teknik *Two-Stages Least Square (2SLS)*.

Ghozali (2006), menjelaskan masalah simultanitas timbul karena beberapa variabel endogen *regressor* berkorelasi dengan *error terms* atau *stochastic disturbance terms*. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian apakah variabel endogen *regressor* berkorelasi

dengan *error terms* (simultanitas), melalui prosedur uji yang disebut *Hausman's specification error test* (Pindyck & Rubinfeld, 1998; Gujarati, 2003; dan Ghozali, 2006).

TABEL 4.16
RINGKASAN HASIL ESTIMASI KOEFISIEN REGRESI MODEL
REDUCED FORM PERSAMAAN DIVIDEN, INVESTASI & *LEVERAGE*

VARIABEL EKSOGEN	DIVIDEN (DIVYIELD)	INVESTASI (LOG(INV))	<i>LEVERAGE</i> (LEVM)
INTERSEP	-3,4293 ***	-1,1278 **	47,9288 ***
EBIT/A	0,1510 ***	0,0042	-0,8613 ***
DGROW	-0,7058	0,0772	-22,2428 ***
SIZE	-0,1478	0,8710 ***	4,2451 **
RISKREL	-0,0546	-0,0106	0,3563 *
AUR	-0,0063 *	0,0014 *	0,0692 ***
EARNVOL	0,2347	0,0176	-3,4323 ***
MVEQ	-0,0034 **	-0,0004	-0,0033
CVA	-0,0157	-0,0042 *	0,1214 **
TAXPAY	-0,0006	0,0003	-0,0025
OBSERVASI (N)	361	361	361
R^2	11,43 %	38,57 %	48,99 %
R^2 Adjusted	9,17 %	36,99 %	47,69 %

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Catatan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$, ** signifikan pada $\alpha = 0,10$, * signifikan pada $\alpha = 0,15$

Tabel 4.16 memberi bukti awal bahwa rasio utilisasi aktiva (AUR) sebagai proksi biaya keagenan signifikan mempengaruhi kebijakan dividen, keputusan investasi dan kebijakan hutang korporasi. Bukti awal menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen, sementara efektivitas pengelolaan asset oleh pihak manajemen, dan penerbitan ekuitas berpengaruh negatif pada dividen. Sedangkan keputusan investasi dipengaruhi positif oleh ukuran aktiva perusahaan, dan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen. Namun, keputusan investasi dipengaruhi negatif oleh CVA.

Sementara pengujian statistik hipotesis-hipotesis penelitian determinan struktur modal (hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 9), seperti yang telah diuji sebelumnya, dapat ditunjukkan oleh model *reduced form* persamaan *leverage*. Penerimaan hipotesis

penelitian 1 sampai dengan hipotesis penelitian 8 terkonfirmasi dengan baik pada model *reduced form leverage* tersebut, kecuali pada hipotesis penelitian 9. Bukti awal memberikan hasil pada penolakan hipotesis penelitian 9 tersebut, yakni belum cukup bukti menunjukkan penerbitan ekuitas berpengaruh negatif terhadap *leverage* perusahaan.

Tabel 4.17 menyajikan hasil uji spesifikasi Hausman simultanitas antara *leverage* dengan investasi, investasi dengan dividen, dan dividen dengan *leverage*.

TABEL 4.17
RINGKASAN HASIL UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS
KOEFSIEN REGRESI PERSAMAAN DIVIDEN, INVESTASI & *LEVERAGE*

VARIABEL EKSOGEN	DIVIDEN (DIVYIELD)	INVESTASI (LOG(INV))	<i>LEVERAGE</i> (LEVME)
INTERSEP	4,4370 ***	4,6678	21,6421*
DIVIDEND	-	0,4995 ***	-
LOG(INV)	-	-	5,7994 **
LEVME	-0,0025	-	-
EBIT/A	0,1518 ***	-0,0623 ***	-0,8459 ***
DGROW	-0,6811	0,0816	-1,3644
SIZE	0,0003	2,5807	4,2014
RISKREL	-0,0594	-0,0516 ***	0,4009 *
AUR	-0,0064 *	-0,0026 **	0,0678 ***
EARNVOL	-0,2375	-0,1703 **	-3,9902 ***
MVEQ	-0,0033 ***	0,0016 ***	0,0064 *
CVA	-0,0162	-0,0086 **	0,1340 **
TAXPAY	-0,0005	-0,0020 **	-0,0112
RESIDUAL-DIV	-	-0,4689 ***	-
RESIDUAL-INV	-	-	-8,3967 ***
RESIDUAL-LEV	0,0083 ns	-	-
OBSERVASI (N)	361	361	361
R² Adjusted	9,03 %	24,27 %	23,21 %

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Catatan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$, ** signifikan pada $\alpha = 0,10$, * signifikan pada $\alpha = 0,15$

ns = non signifikan

Hasil uji spesifikasi Hausman mengenai simultanitas antara kebijakan dividen, keputusan investasi, dan kebijakan hutang yang tersaji pada Tabel 4.17, memberikan bukti bahwa persoalan simultanitas atau endogenitas pada persamaan struktural sangat

signifikan terjadi pada hubungan antara *leverage* dengan investasi, dan antara investasi dengan dividen. Sedangkan hubungan simultan antara *leverage* dengan dividen tidak signifikan. Oleh karena itu untuk memberikan hasil estimasi yang konsisten dan tidak bias, maka penyelesaian persamaan struktural struktur modal, selanjutnya dilakukan dengan teknik *two stages least square* (2SLS).

4.5.3 Pengujian Kausalitas Granger dalam Sistem Persamaan Struktural

Sebelum melakukan pengujian hipotesis-hipotesis penelitian yang berkaitan dengan penyelesaian persamaan struktural struktur modal, maka studi ini terlebih dahulu mengeksplorasi persamaan yang menggambarkan hubungan kausalitas antara investasi dengan *leverage* sebagaimana dijelaskan pada bangunan model empiris IV (hubungan struktur modal dengan variabel organisasi industri), dan pengujian hipotesis penelitian 20 dan hipotesis penelitian 21. Pentingnya kausalitas Granger dalam penyelesaian persamaan struktural struktur modal ini, adalah dimungkinkannya untuk menganalisis variabel mana yang mendahului atau memberi petunjuk bagi variabel lainnya. Dalam penelitian ini diuji apakah keputusan investasi memberi petunjuk (*granger-causality*) bagi kebijakan hutang perusahaan. Atau sebaliknya, apakah kebijakan hutang memberi petunjuk (*granger-causality*) bagi keputusan investasi perusahaan. Bila kedua variabel *leverage* dan investasi tersebut diuji secara statistik sama-sama sebagai variabel endogen, maka hubungan kedua variabel tersebut adalah kausalitas dua arah. Dengan demikian pengujian hipotesis 21 dilakukan dua arah pada kedua persamaan *leverage* dan investasi.

Hasil uji endogenitas (*granger-causality test*) variabel investasi terhadap *leverage* tersaji pada Tabel 4.18 di bawah ini.

TABEL 4.18
 UJI ENDOGENITAS VARIABEL INVESTASI PADA LEVERAGE PMA & PMDN
 (GRANGER-CAUSALITY TEST)

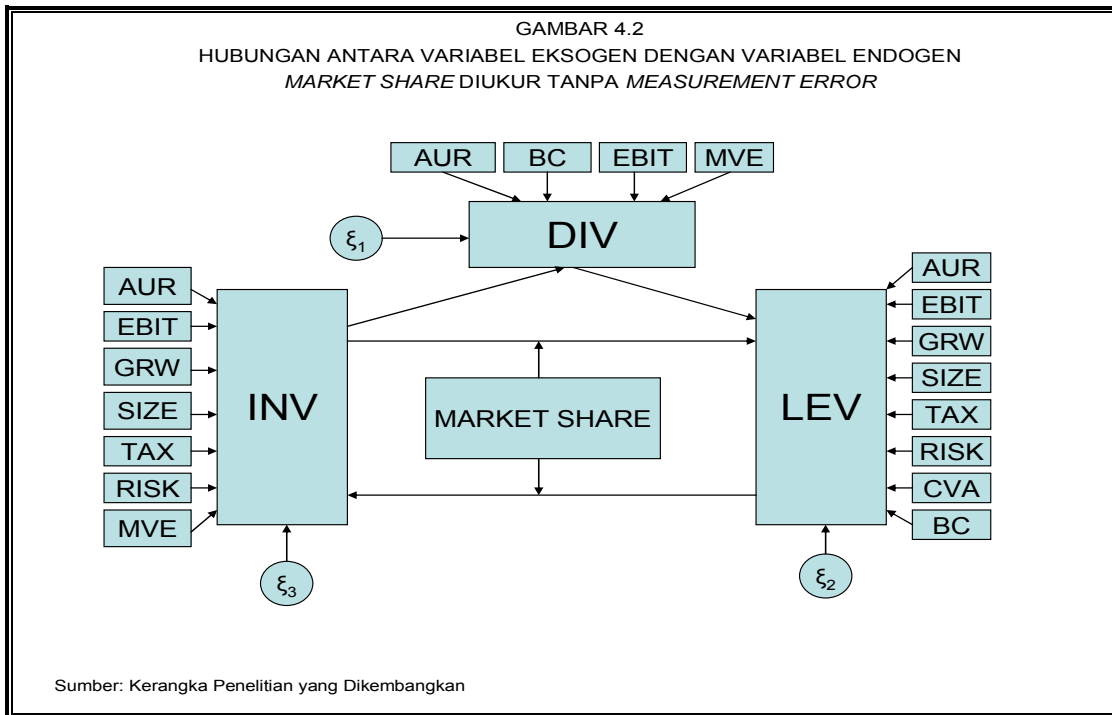
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.75650964				
R Square	0.57230683				
Adjusted R Square	0.54113402				
Standard Error	15.0685611				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	12	55602.1097	4633.50914	38.805619	9.4221E-30
Residual	348	41552.2606	119.403048		
Total	360	97154.3702			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE ALL FIRMS					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	64.5755245	13.9570826	4.62672082	7.0133E-06	
LOG(INV)	-6.0351967	1.53742033	-3.9255346	0.0001224	signifikan
DIVIDEND	1.14157227	0.35461997	3.21914265	0.0015212	
EBIT/A	-0.8132141	0.18070963	-4.500115	1.205E-05	
SIZE	2.53827941	2.12731758	1.19318312	0.23434229	
DGROW	-20.863812	3.12290226	-6.6809046	2.765E-10	
EARNVOL	-0.8618618	1.23097657	-0.7001448	0.48472602	
AUR	-0.0061812	0.02617645	-0.2361341	0.81359267	
RISK	-0.2649846	0.26449675	-1.0018444	0.31774162	
MVEQUITY	-0.0100517	0.00557328	-1.8035514	0.0729465	
CVA	0.14650361	0.07208487	2.03237663	0.0435608	
TAXPAY	0.00701027	0.01439459	0.48700689	0.62683626	
PRED-INVEST	127.327556	27.520043	4.62672082	7.013E-06	signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Hasil uji menunjukkan variabel investasi merupakan variabel endogen. Hubungan variabel investasi dengan variabel *leverage* adalah kausalitas (*Bidirectional*).

4.5.4 Penyelesaian dan Pengujian Model Empiris Struktural Struktur Modal

Bertitik tolak dari permasalahan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini, bahwa selain menganalisis perbedaan struktur modal perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN) di Indonesia berdasarkan perspektif teori keagenan, penelitian ini juga menguji pengaruh variabel organisasi industri pada keputusan struktur modal perusahaan. Variabel organisasi industri dalam penelitian ini diukur oleh variabel *latent* konsentrasi industri (*market power*) dengan indikator pangsa pasar (*market share*). Semakin terkonsentrasi suatu industri (*market power*) oleh satu atau beberapa perusahaan maka pangsa pasar perusahaan akan semakin besar. Struktur modal perusahaan PMA dengan PMDN dijelaskan melalui keputusan investasi, kebijakan dividen, dan *market share* yang memoderasi hubungan kausalitas keputusan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan, seperti tertuang pada Gambar 4.2 di bawah ini:



Hasil pengujian model empiris struktural struktur modal ditampilkan pada Tabel 4.19,

Tabel 4.20, dan Tabel 4.21 berikut ini:

TABEL 4.19
PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL LEVERAGE
DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE* (2SLS)

VARIABEL DIUJI	MODEL 1 (ALL FIRMS)	MODEL 2 (PMA)	MODEL 3 (PMDN)
EBIT/A	-0,404 ***	-0,506 ***	-0,310 ***
DGROW	-0,399 ***	-0,265 ***	-0,426 ***
SIZE	0,046	0,107	0,099
RISKREL	0,046	0,095	-0,083
AUR	0,153 ***	0,238 ***	-0,016
EARNVOL	-0,156 ***	-0,202 ***	-0,043
MVEQ	-0,068	-0,047	-0,114 **
CVA	0,095 ***	-0,064	0,108 **
TAXPAY	-0,014	-0,054	0,028
DIVIDEND	0,020	-0,042	0,159 ***
PRED_INVEST	-0,170 ***	0,072	-0,349 ***
MRKSHARE	-0,271	0,532 **	-0,806 ***
MRKSHARE*PRED INVEST	0,467 **	-0,524 **	0,882 ***
NUMBER OBSERVASI (N)	361	166	195
F-STATISTIC	27,743 ***	13,507 ***	19,610 ***
ADJUSTED R-SQUARE (R ²)	0,491	0,496	0,555

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Koefisien regresi digunakan adalah koefisien regresi dibakukan (*standardized coefficient*)

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$; ** signifikan pada $\alpha = 0,10$; * signifikan pada $\alpha = 0,15$

MODEL 1 : Model Struktural Struktur Modal *all firms* (PMA & PMDN)

MODEL 2 : Model Struktural Struktur Modal PMA

MODEL 3 : Model Struktural Struktur Modal PMDN

Dependent Variable: **Market Value of Leverage**

Independent Variables:

PRED_INVEST = Prediksi LOG(INVEST) hasil estimasi model *reduced form* investasi

DIVIDEND = DIVIDEND YIELD

EBIT/A = EBIT TO ASSET sebagai proksi profitabilitas

SIZE = SIZE OF ASSET sebagai proksi ukuran perusahaan

DGOW = GROWTH (pertumbuhan aktiva)

RISKREL = BUSINESS RISK sebagai risiko relatif terhadap *earning*

AUR = ASSET UTILIZATION sebagai proksi biaya keagenan

EARNVOL = EARNING VOLATILITY sebagai proksi biaya kebangkrutan

MVEQ = MARKET VALUE OF EQUITY sebagai proksi penerbitan ekuitas

CVA = COLLATERAL ASSETS menunjukkan sejumlah aktiva tetap perusahaan

yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh sumber dana eksternal (hutang).

TAXPAY = CORPORATE TAXPAY (pajak korporasi).

MRKSHARE = MARKET SHARE (pangsa pasar) sebagai proksi variabel organisasi industri.

Tabel 4.19 menunjukkan nilai *adjusted R²* model *all firms* sebesar 0,491 yang memberi arti bahwa 49,10 % variasi dari rasio hutang dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel bebas model regresi persamaan *leverage* struktural struktur modal *all firms*. Demikian juga untuk model struktural PMA dan model struktural PMDN yang masing-masing memiliki *adjusted R²* sebesar 49,60 % dan 55,50 %. Uji ANOVA, diperoleh nilai *p-value* untuk uji F < 0,05 yang memberi arti bahwa model regresi dapat digunakan untuk prediksi rasio hutang berdasarkan variabel-variabel determinan struktur modal yang terkandung dalam ketiga model persamaan struktural *leverage* korporasi industri non keuangan/perbankan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia.

TABEL 4.19A
 UJI *AUTOREGRESSIVE ERROR TERM*
 MODEL STRUKTURAL *LEVERAGE* PMA & PMDN (*ALL FIRMS*)

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.105532078				
R Square	0.011137019				
Adjusted R Square	0.008382526				
Standard Error	11.72682987				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	556.0176247	556.0176247	4.043219407	0.345096415
Residual	359	49369.15542	137.5185388		
Total	360	49925.17304			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	0.000488262	0.61720162	0.00079109	0.999369241	
Residu t-1	-0.10553503	0.152484734	-0.69210229	0.345096415	NO SIG
Keterangan: Bentuk <i>autoregressive</i> dalam <i>error term</i> pada model tidak signifikan					

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$
 SIG = Signifikan ; NO SIG = Tidak Signifikan

Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis ini menunjukkan profitabilitas dari ketiga model persamaan struktural *leverage* memiliki koefisien regresi bertanda *negatif* pada taraf signifikansi $\alpha < 0,05$. Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 1 penelitian ini, yakni tingkat profitabilitas berpengaruh sangat signifikan negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang

Variabel rasio utilisasi aktiva (AUR) yang dipakai sebagai ukuran efektivitas pihak manajemen mengelola asset-asset perusahaan memiliki koefisien regresi bertanda *positif* untuk model *all firms* dan model PMA, namun tidak signifikan negatif untuk model PMDN dengan tingkat signifikansi $\alpha \leq 0,15$. Hasil ini memperkuat bukti empiris tabulasi silang Tabel 4.6.A, Tabel 4.6.B dan Tabel 4.14 sebelumnya yang memperlihatkan bukti bahwa rasio utilisasi aktiva signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMA, namun tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMDN. Semakin tinggi efektivitas pihak manajemen dalam mengelola asset-asset perusahaan, semakin tinggi kebutuhan hutang untuk keperluan menekan konflik keagenan sehubungan dengan persoalan *excess cashflow*.

Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis ini menunjukkan koefisien regresi variabel EARNVOL untuk model struktural rasio hutang *all firms* dan PMA bertanda *negatif* dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Namun tidak signifikan negatif untuk model struktural rasio hutang PMDN. Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 3 penelitian ini.

Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan variabel SIZE untuk ketiga model struktural rasio hutang memiliki koefisien regresi bertanda *positif* namun tidak signifikan pada $\alpha \leq 0,15$ berpengaruh terhadap rasio hutang. Hasil uji ini mempertegas bukti awal yang telah tersaji sebelumnya pada Tabel 4.2.B, dan Tabel 4.3.B yang memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif lemah dengan rasio hutang PMA dan/atau PMDN, sekaligus *inkonklusif* dengan bukti yang ditunjukkan oleh model konvensional *all firms* sebelumnya. Hasil pengujian ketiga model persamaan struktural rasio hutang tersebut belum cukup bukti memberikan dukungan terhadap penerimaan hipotesis 4 penelitian ini, yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan.

Tingkat Pertumbuhan dengan Rasio Hutang

Tabel 4.19 menunjukkan hasil pengujian statistik koefisien regresi variabel *dummy* tingkat pertumbuhan aktiva untuk ketiga model struktural rasio hutang berpengaruh signifikan negatif terhadap *leverage* perusahaan; dengan signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil ini memperlihatkan bahwa perbedaan rasio hutang perusahaan (*all firms*) yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi dengan pertumbuhan aktiva rendah, sebesar 21%. Bandingkan dengan hasil uji tabulasi silang yang tersaji pada Tabel 4.5.A, Tabel 4.5.B dan Tabel 4.14 sebelumnya, yang membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 5 penelitian ini.

Hubungan Tingkat Pajak dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian pada ketiga model struktural struktur modal persamaan rasio hutang dengan taraf $\alpha \leq 0,15$ menunjukkan hipotesis 6 penelitian tidak terbukti secara statistik.

Koefisien regresi pajak korporasi untuk model PMA bertanda negatif; memberi indikasi bahwa kehadiran pajak korporasi masih sebagai signal negatif untuk melakukan *leveraging up*. Namun, koefisien regresi pajak korporasi untuk model PMDN bertanda positif, yang memberi kemungkinan PMDN di Indonesia untuk mengoptimalkan struktur modalnya melalui peningkatan penggunaan hutang (*static* atau *trade-off theory*).

Hubungan *Collateral Value of Assets* dengan Rasio Hutang

Sama seperti hasil uji model konvensional struktur modal yang tersaji pada Tabel 4.14 sebelumnya, *collateral value of asset* memiliki koefisien regresi bertanda *positif* dengan signifikansi $\alpha = 0,10$ untuk model struktural rasio hutang *all firms* dan PMDN. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa kreditur akan memberikan pinjaman yang besar bila ada jaminan aktiva yang besar. Pengaruh signifikan positif CVA terhadap rasio hutang ini menunjukkan tingginya ketergantungan perusahaan PMDN di Indonesia pada ketersediaan aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh sumber-sumber dana eksternal. Namun, untuk model struktural PMA koefisien regresi CVA bertanda negatif dan tidak signifikan pada taraf $\alpha \leq 0,15$. Hasil uji ini menunjukkan bahwa PMA memiliki derajat ketergantungan yang rendah pada *collateral assets*.

Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian statistik terhadap hipotesis penelitian 8 ini menunjukkan hasil yang inkonklusif dengan model konvensional Tabel 4.14 sebelumnya. Koefisien regresi variabel risiko bisnis untuk model struktural *all firms* dan model PMA bertanda *positif*, namun tidak signifikan pada taraf $\alpha \leq 0,15$. Sedangkan koefisien regresi risiko bisnis bertanda negatif untuk model struktural PMDN. Hasil ini menunjukkan bahwa ketidakpastian *earning* yang mengakibatkan risiko bisnis perusahaan meningkat tidak

signifikan menurunkan rasio hutang korporasi PMA dan/atau PMDN. Sikap manajer terhadap risiko untuk memperoleh sumber dana eksternal yang berasal dari hutang adalah *risk neutral*. Dalam kondisi ketidakpastian dan risiko bisnis yang tinggi, penambahan hutang ataupun pengurangan hutang sama-sama memberikan hasil yang buruk.

Hubungan Penerbitan Ekuitas dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel MVEQ untuk model struktural persamaan rasio hutang PMDN memiliki koefisien regresi bertanda negatif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,10$ namun tidak signifikan untuk model struktural rasio hutang *all firms* dan PMA. Penerimaan hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa penerbitan ekuitas berpengaruh negatif terhadap rasio hutang PMDN, yang secara implisit menunjukkan bukti ada konflik keagenan antara pemegang saham PMDN dengan pihak kreditur. Penerbitan ekuitas yang bertujuan untuk meningkatkan harga saham akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas dan menambah biaya modal perusahaan sehingga dapat berdampak pada penurunan nilai perusahaan.

Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis statistik koefisien regresi PRED_INVEST bertanda negatif untuk model struktural rasio hutang *all firms* dan PMDN, dengan signifikansi $\alpha = 0,05$. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMDN di Indonesia yang memiliki proyek-proyek investasi besar, memiliki rasio hutang yang rendah. Alokasi laba ditahan yang tinggi untuk membiayai proyek-proyek investasi mampu menekan rasio hutang korporasi *all firms* ataupun PMDN. Namun, pada model struktural persamaan rasio hutang PMA pengaruh positif investasi terhadap rasio hutang tidak signifikan. Untuk membiayai investasinya PMA lebih bertumpu pada sumber dana

internal dibandingkan pada sumber dana eksternal. Kekuatan laba ditahan masih memadai untuk menopang proyek-proyek investasi besar PMA. Berarti ketika laba ditahan sebagai sumber pendanaan internal masih mencukupi, kenaikan skala investasi tidak akan berpengaruh signifikan terhadap kebutuhan dana untuk investasi yang akan dibiayai oleh hutang.

Hubungan Pembayaran Dividen dengan Rasio Hutang

Tabel 4.19 menunjukkan hasil pengujian pengaruh *dividend yield* terhadap rasio hutang hanya signifikan positif pada model struktural persamaan rasio hutang PMDN, dengan taraf signifikansi $\alpha = 0,05$; sedangkan pada model struktural *all firms dividend yield* tidak berpengaruh signifikan positif. Bukti ini mempertegas bukti empiris model konvensional yang tersaji pada Tabel 4.14 sebelumnya; bahwa pembayaran dividen yang tinggi untuk maksud reinvestasi dana pemegang saham akan meningkatkan penggunaan hutang PMDN. Penambahan penggunaan hutang yang dilakukan PMDN bertujuan untuk menjaga kesinambungan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Pengujian Persamaan Investasi Struktural Struktur Modal

Tabel 4.20 dan Tabel 4.21 di bawah ini memberikan bukti empiris hasil pengujian hipotesis penelitian 10 sampai dengan hipotesis penelitian 12, hipotesis 13b, hipotesis 15. Tabel 4.20 menunjukkan nilai *adjusted R²* untuk persamaan investasi *all firms* sebesar 0,3781 yang memberi arti bahwa 37,81 % variasi dari investasi dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel bebas model regresi struktural struktur modal persamaan investasi. Sedangkan untuk persamaan investasi PMA dan PMDN masing-masing sebesar 34,40% dan 26,60 % variasi investasi dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel bebas model regresi persamaan investasi struktural struktur modal.

Dari uji ANOVA, diperoleh nilai *p-value* untuk uji $F < 0,05$ yang memberi arti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi investasi *all firms*, PMA dan PMDN berdasarkan variabel-variabel bebas masing-masing model persamaan investasi.

TABEL 4.20
PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL INVESTASI
DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE* (2SLS)

VARIABEL DIUJI	MODEL 1 (ALL FIRMS)	MODEL 2 (PMA)	MODEL 3 (PMDN)
EBIT/A	-0,008 ***	0,007	0,034
DGROW	0,006	0,137	-0,145 *
SIZE	0,557 ***	0,568 ***	0,537 ***
RISKREL	-0,052	-0,186 **	-0,008
AUR	0,068	0,172 **	-0,003
MVEQ	-0,009	-0,242 **	-0,080
CVA	-0,090 **	-0,125	-0,059
TAXPAY	0,025	0,054	0,018
PRED_LEV	-0,140 ***	1,008 ***	-0,342 ***
MRKSHARE	0,080	1,558 ***	-0,139
MRKSHARE*PRED_LEV	0,060	-2,021 **	0,121
NUMBER OBSERVASI (N)	361	166	195
F-STATISTIC	20,901 ***	8,854 ***	7,376 ***
ADJUSTED R-SQUARE (R^2)	0,378	0,344	0,266

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Koefisien regresi digunakan adalah koefisien regresi dibakukan (*standardized coefficient*)

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$; ** signifikan pada $\alpha = 0,10$; * signifikan pada $\alpha = 0,15$

MODEL 1 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Investasi *all firms*

MODEL 2 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Investasi PMA

MODEL 3 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Investasi PMDN

Dependent Variable: **INVESTMENT**

Independent Variables:

PRED_LEV = Prediksi Leverage hasil estimasi model *reduced form leverage*.

EBIT/A = EBIT TO ASSET sebagai proksi profitabilitas

SIZE = SIZE OF ASSET sebagai proksi ukuran perusahaan

DGOW = GROWTH (pertumbuhan aktiva)

RISKREL = BUSINESS RISK sebagai risiko relatif terhadap *earning*

AUR = ASSET UTILIZATION sebagai proksi biaya keagenan

MVEQ = MARKET VALUE OF EQUITY sebagai proksi penerbitan ekuitas

CVA = COLLATERAL ASSETS menunjukkan sejumlah aktiva tetap perusahaan

yang dapat dijadikan jaminan untuk memperoleh sumber dana eksternal (hutang).

TAXPAY = CORPORATE TAXPAY (pajak korporasi).

MRKSHARE = MARKET SHARE (pangsa pasar) sebagai proksi variabel organisasi industri.

Tabel 4.20 memberikan bukti bahwa investasi perusahaan *all firms* di Indonesia sangat dipengaruhi positif oleh SIZE, dan dipengaruhi sangat negatif oleh produktivitas, *collateral assets* (CVA) dan rasio hutang korporasi (PRED_LEV). Implikasinya, hasrat untuk berinvestasi akan semakin meningkat ketika ukuran aktiva perusahaan semakin meningkat. Namun, hasrat untuk berinvestasi akan semakin menurun ketika *collateral assets* dan rasio hutang korporasi semakin tinggi. Sedangkan profitabilitas menunjukkan pengaruh signifikan negatif terhadap investasi *all firms*. Hasil ini menunjukkan bahwa secara rata-rata hasrat berinvestasi *all firms* di Indonesia rendah ketika *all firms* memiliki daya profit yang tinggi. Sebagian besar keuntungan yang diperoleh kemungkinan digunakan untuk membiayai operasional perusahaan, melunasi hutang, membayarkan dividen kepada pemegang saham, dan melakukan *repurchase of stocks* untuk membatasi *block outsiders* (terbukti dari koefisien regresi MVEQ dan RISKREL bertanda negatif pada persamaan investasi, khususnya PMA). Hal ini mengindikasikan tingginya tingkat ketidakpastian bisnis *all firms* di Indonesia yang mengakibatkan perusahaan-perusahaan *profitable* tidak terdorong untuk melakukan investasi pada proyek-proyek besar.

Ketidakpastian *earning* yang tinggi pada perusahaan *all firms*, PMA dan PMDN mengakibatkan turunnya investasi. Premis ini terlihat dari koefisien regresi variabel RISKREL untuk ketiga model persamaan investasi bertanda negatif, khususnya pada persamaan investasi PMA dimana risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap investasi pada taraf nyata $\alpha = 0,10$. Tabel 4.20 memperlihatkan bahwa penggunaan hutang (PRED_LEV) yang tinggi dengan pengelolaan aktiva (AUR) yang tinggi ketika pangsa pasar (MRKSHRE) perusahaan besar mampu meningkatkan hasrat perusahaan PMA beraktiva (SIZE) besar untuk berinvestasi.

Sementara pada perusahaan PMDN pertumbuhan aktiva (DGROW) dan rasio hutang (PRED_LEV) berpengaruh signifikan negatif terhadap investasi PMDN, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,15$. Bukti ini memberi arti bahwa perusahaan PMDN berskala besar yang memiliki tingkat pertumbuhan aktiva tinggi dengan variabilitas *earning* yang tinggi dan rasio hutang tinggi, maka profit yang tinggi ketika pangsa pasar perusahaan besar belum mampu meningkatkan investasi PMDN.

Pengujian Hipotesis 10: Hubungan Biaya Keagenan dengan Investasi

Hasil pengujian dengan taraf nyata $\alpha = 0,10$ menunjukkan variabel AUR berpengaruh signifikan positif terhadap investasi untuk model persamaan investasi PMA, namun tidak signifikan untuk model persamaan investasi *all firms* dan PMDN. Walaupun tidak signifikan pada model persamaan investasi *all firms* dan PMDN, bukti empiris ini memberikan dukungan bukti awal yang ditunjukkan Tabel 4.16 sebelumnya, bahwa AUR berpengaruh positif terhadap investasi. Dengan kata lain, biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap investasi PMA, namun tidak signifikan pada investasi PMDN. Produktivitas yang tinggi karena efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen PMA untuk menekan biaya keagenan; mampu mendorong keinginan pihak manajemen untuk melakukan investasi, sekaligus menekan persoalan *underinvestment*. Sedangkan pada perusahaan PMDN efektivitas pengelolaan aktiva yang tinggi dalam upaya menekan persoalan *excess cashflow* dan *underinvestment* tidak berhasil mendorong keinginan pihak manajemen untuk berinvestasi lebih banyak lagi kepada proyek-proyek investasi yang besar dengan NPV positif. Hal ini berarti bahwa pengelolaan aktiva yang rendah maupun yang tinggi oleh pihak manajemen sama-sama menunjukkan hasil yang buruk pada kinerja investasi PMDN.

Pengujian Persamaan Dividen Struktural Struktur Modal

Tabel 4.21 menunjukkan nilai *adjusted R²* untuk persamaan dividen sebesar 0,0968 yang memberi arti bahwa 9,68% variasi dari dividen dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel bebas model regresi persamaan dividen *all firms*.

Dari uji ANOVA, diperoleh nilai *p-value* untuk uji $F < 0,05$ yang memberi arti bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi dividen berdasarkan variabel-variabel bebas model persamaan dividen. Tabel 4.21 ini memberikan bukti bahwa dividen perusahaan PMA dan/atau PMDN di Indonesia sangat dipengaruhi positif oleh profitabilitas, dan sangat dipengaruhi negatif oleh penerbitan ekuitas. Implikasinya, pembayaran dividen akan semakin tinggi ketika daya profit semakin meningkat. Namun, pembayaran dividen akan semakin berkurang ketika emisi saham perusahaan meningkat. Hasil ini mengindikasikan signifikannya konflik kepentingan antara pemegang saham publik dengan pemegang saham mayoritas perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia.

TABEL 4.21
PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL DIVIDEN
DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE (2SLS)*

VARIABEL DIUJI	MODEL 1 (ALL FIRMS)	MODEL 2 (PMA)	MODEL 3 (PMDN)
EBIT/A	0,353 ***	0,293 ***	0,365 ***
AUR	-0,063	-0,057	-0,054
EARNVOL	0,039	-0,183	0,165 ***
MVEQ	-0,230 ***	-0,041 ***	-0,251 ***
PRED_INVEST	-0,143 *	-0,198 ***	0,166
NUMBER OBSERVASI (N)	361	166	195
F-STATISTIC	8,624 ***	3,932 ***	8,057 ***
ADJUSTED R-SQUARE (R^2)	0,097	0,082	0,154

Sumber: Data penelitian diolah, 2008 (lihat lampiran)

Koefisien regresi digunakan adalah koefisien regresi dibakukan (*standardized coefficient*)

Keterangan: *** signifikan pada $\alpha = 0,05$; ** signifikan pada $\alpha = 0,10$; * signifikan pada $\alpha = 0,15$

MODEL 1 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Dividen *All Firms*

MODEL 2 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Dividen PMA

MODEL 3 : Model Struktural Struktur Modal Persamaan Dividen PMDN

Dependent Variable: **DIVIDEND YIELD**

Pengujian Hipotesis 11a: Hubungan Biaya Keagenan dengan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan koefisien regresi AUR bernilai negatif dan tidak signifikan berpengaruh terhadap dividen pada taraf signifikansi $\alpha \leq 0,15$. Dengan angka statistik ini, hipotesis 11a tidak terbukti secara statistik dan membawa konsekuensi pada penolakan hipotesis penelitian 11a ini. Sekaligus menggugurkan bukti awal yang ditunjukkan pada Tabel 4.16 dan Tabel 4.17 sebelumnya, yang menunjukkan bukti awal AUR berpengaruh negatif terhadap dividen dengan tingkat signifikansi $\alpha \leq 0,15$. Hasil uji ini menyimpulkan belum cukup bukti ditunjukkan biaya keagenan berpengaruh *negatif* terhadap kebijakan dividen perusahaan PMA dan/atau PMDN di Indonesia.

Pengujian Hipotesis 11b: Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Dividen

Hasil pengujian statistik untuk biaya kebangkrutan menunjukkan biaya kebangkrutan tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada taraf signifikansi $\alpha \leq 0,15$. Namun signifikan positif terhadap kebijakan dividen PMDN, dengan taraf nyata $\alpha = 0,05$. Dengan angka statistik ini, hipotesis 11b terbukti secara statistik untuk perusahaan PMDN, namun belum terbukti untuk perusahaan PMA di Indonesia. Volatilitas *earning* yang tinggi berakibat pada tingginya tuntutan atau tekanan dari para pemegang saham kepada pihak manajemen perusahaan untuk membayarkan dividen, sebagai antisipasi pemegang saham (*risk shifting*) atas ekspektasi biaya kebangkrutan perusahaan yang semakin meningkat karena hasil kinerja manajemen yang buruk.

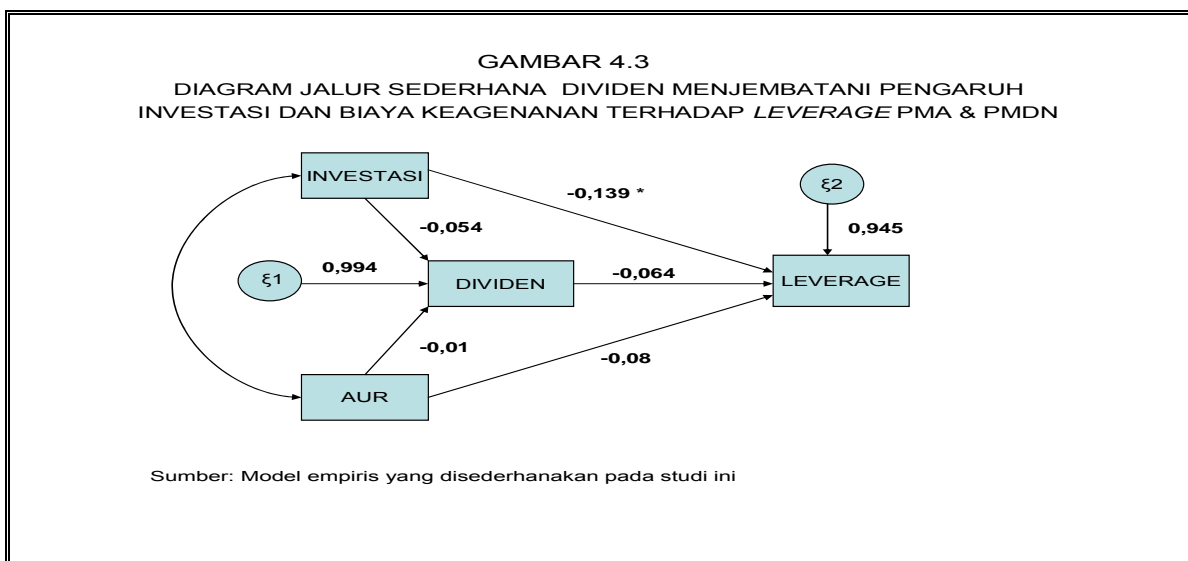
Pengujian Hipotesis 12: Hubungan Investasi dengan Dividen

Tabel 4.21 memberikan bukti empiris koefisien regresi PRED_INVEST persamaan dividen *all firms* bertanda negatif dengan signifikansi $\alpha = 0,15$. Sedangkan pada persamaan dividen PMA, investasi sangat signifikan berpengaruh negatif terhadap

dividen dengan taraf nyata $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini membawa konsekuensi penerimaan hipotesis penelitian 12 ini, yakni investasi berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Hasil ini menunjukkan dukungan pada perusahaan PMA yang membayarkan dividen rendah, disebabkan perusahaan PMA tersebut memiliki proyek-proyek investasi yang besar. Namun, pada perusahaan PMDN koefisien regresi PRED_INVEST bertanda positif dan tidak signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil ini menunjukkan tidak terbukti perusahaan PMDN di Indonesia yang memiliki proyek-proyek investasi besar akan membayarkan dividen tinggi.

Pengujian Hipotesis 15: Dividen dapat menjembatani (*intervening*) pengaruh investasi dan biaya keagenan terhadap tingkat *leverage*.

Seperti yang telah dipaparkan pada Bab II studi ini mengenai perlu diuji hubungan kebijakan dividen dengan investasi dan *leverage*, dalam konteks kebijakan dividen menjembatani pengaruh investasi dan biaya keagenan pada kebijakan rasio hutang perusahaan PMA dan/atau PMDN (*all firms*), maka untuk menguji hipotesis penelitian 15 dilakukan dengan cara menghitung pengaruh total terhadap rasio hutang dari investasi, biaya keagenan dan dividen, seperti yang tersaji pada diagram jalur di bawah ini:



Gambar 4.3 menyajikan hasil output SPSS pengujian koefisien-koefisien regresi *standardized* dari dua persamaan struktural berikut:

$$\text{Persamaan 4.1: DIVIDEN} = b_1 \text{ INVESTASI} + b_2 \text{ AUR} + \xi_1$$

$$\text{Persamaan 4.2: LEVERAGE} = c_1 \text{ INVESTASI} + c_2 \text{ AUR} + c_3 \text{ DIVIDEN} + \xi_2$$

Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa investasi berpengaruh signifikan langsung terhadap rasio hutang korporasi dengan efek langsung sebesar -0,139, namun pengaruh tidak langsung melalui dividen sebagai *intervening* tidak signifikan berpengaruh ke rasio hutang korporasi, dengan pengaruh tidak langsung sebesar 0,003456 (*tidak signifikan*). Total pengaruh investasi terhadap rasio hutang *turun* menjadi sebesar **-0,1355**. Hasil yang sama juga berlaku pada total pengaruh rasio utilisasi aktiva pada rasio hutang *all firms* yang tidak signifikan dipengaruhi oleh pembayaran dividen.

$$\text{Total Pengaruh Investasi terhadap Leverage} = -0,139 + (-0,054)(-0,064) = \mathbf{-0,1355}$$

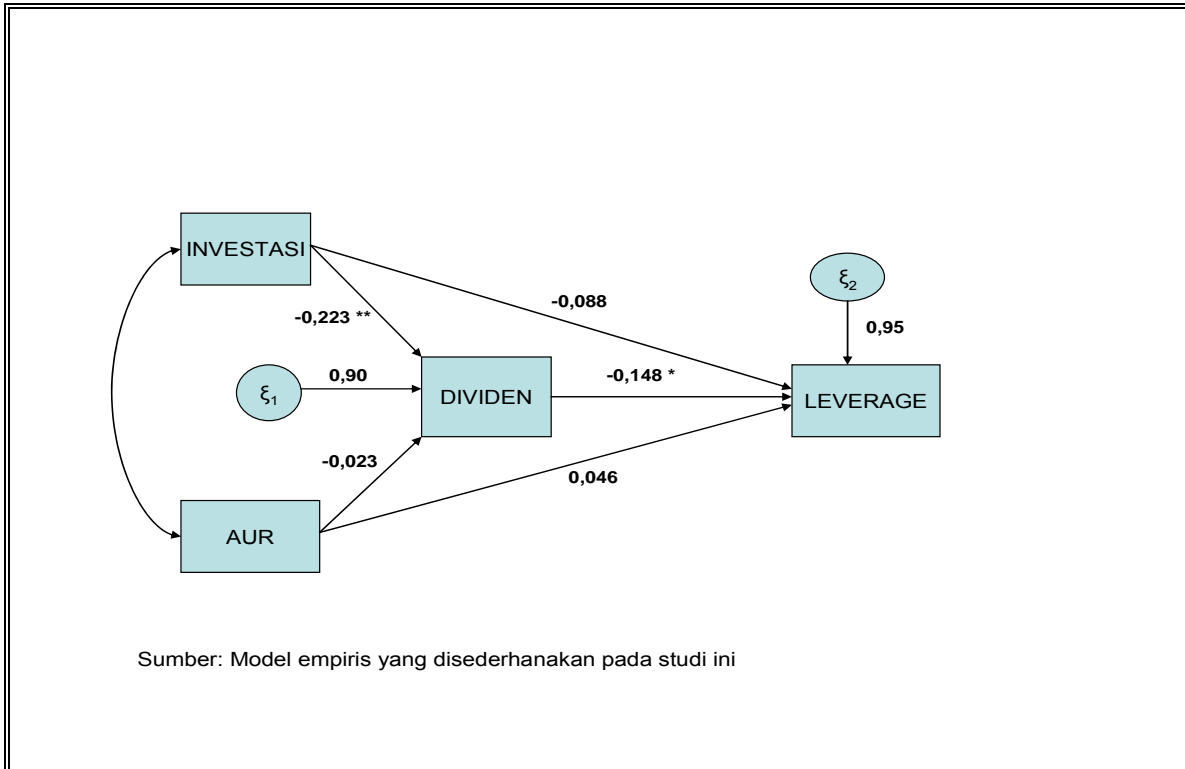
$$\text{Total Pengaruh AUR terhadap Leverage} = -0,08 + (-0,01)(-0,064) = \mathbf{-0,0794}$$

$$\text{Total Pengaruh Dividen} = \mathbf{-0,064}$$

Hasil diagram jalur ini menunjukkan bahwa semakin tinggi investasi *all firms* tidak signifikan menurunkan pembayaran dividen *all firms* kepada pemegang saham. Dengan menurunnya pembayaran dividen kepada pemegang saham *tidak signifikan* berpengaruh terhadap rasio hutang korporasi *all firms*. Dengan kata lain, belum cukup bukti menunjukkan pembayaran dividen *all firms* menjembatani pengaruh investasi terhadap rasio hutang korporasi. Dengan demikian membawa konsekuensi pada penolakan hipotesis penelitian 15 ini.

Penerimaan hipotesis penelitian 15 ditunjukkan oleh diagram jalur untuk masing-masing status perusahaan seperti yang tersaji pada Gambar 4.5.A dan Gambar 4.5.B berikut ini:

GAMBAR 4.5.A
DIAGRAM JALUR SEDERHANA DIVIDEN MENJEMBATANI PENGARUH INVESTASI DAN BIAYA KEAGENAN TERHADAP *LEVERAGE* PMA

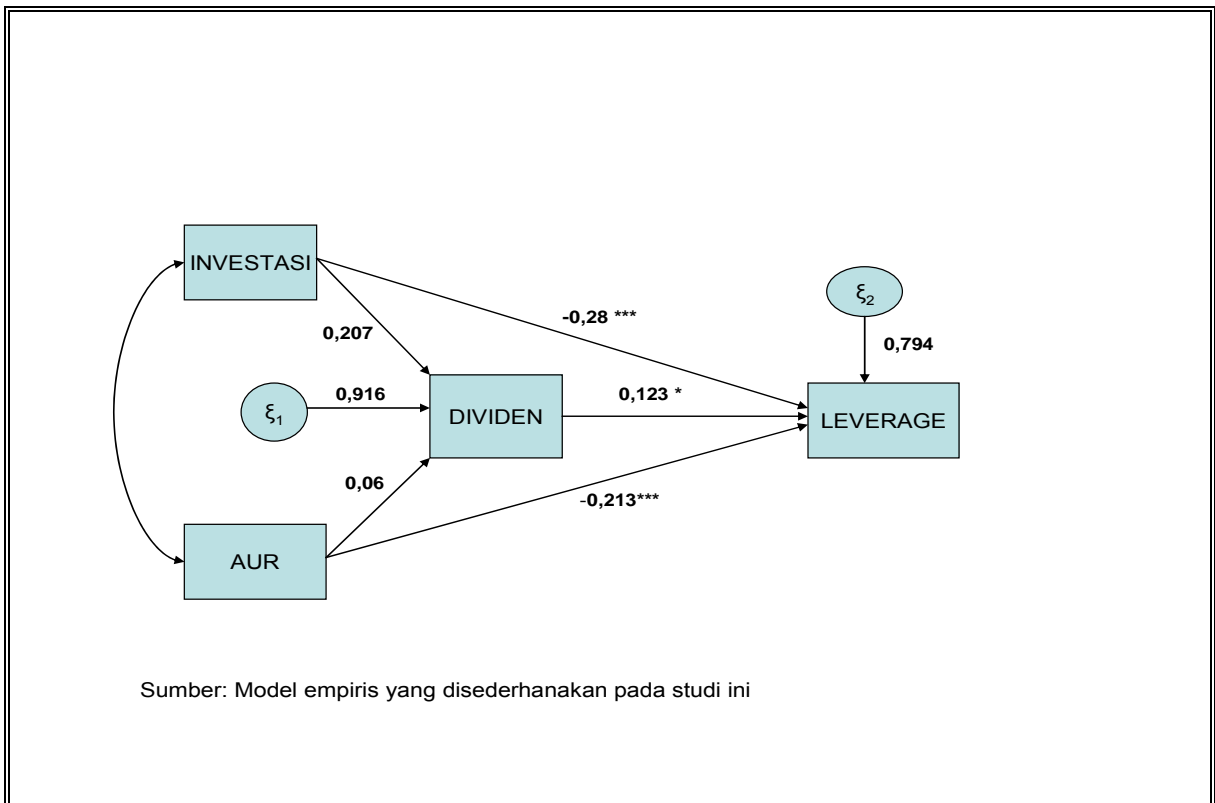


Total pengaruh investasi PMA terhadap rasio hutang sebesar **-0,055**. Hasil yang sama berlaku pada total pengaruh rasio utilisasi aktiva pada rasio hutang PMA yang signifikan dipengaruhi oleh pembayaran dividen dengan total pengaruh **0,049**.

Total Pengaruh Investasi terhadap <i>Leverage</i> = $-0,088 + (-0,223)(-0,148)$ = -0,055
Total Pengaruh AUR terhadap <i>Leverage</i> = $0,046 + (-0,023)(-0,148)$ = 0,049
Total Pengaruh Dividen terhadap <i>Leverage</i> = -0,148

Diagram jalur Gambar 4.5.A menunjukkan bahwa semakin tinggi investasi akan semakin signifikan menurunkan pembayaran dividen kepada pemegang saham PMA. Menurunnya pembayaran dividen kepada pemegang saham ini signifikan berpengaruh terhadap meningkatnya rasio hutang korporasi PMA. Demikian juga walaupun tidak signifikan pengaruh negatif rasio utilisasi aktiva terhadap dividen, namun penurunan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena efek meningkatkan rasio utilisasi aktiva akan signifikan meningkatkan rasio hutang korporasi PMA. Dengan kata lain, cukup bukti menunjukkan pembayaran dividen PMA menjembatani pengaruh investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap rasio hutang korporasi PMA; sehingga membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis penelitian 15 ini.

GAMBAR 4.5.B
DIAGRAM JALUR SEDERHANA DIVIDEN MENJEMBATANI PENGARUH INVESTASI
DAN BIAYA KEAGENAN TERHADAP *LEVERAGE* PMDN



Gambar 4.5.B menunjukkan bahwa investasi dan rasio utilisasi aktiva berpengaruh signifikan negatif langsung terhadap rasio hutang korporasi PMDN. Disamping itu investasi dan rasio utilisasi aktiva berpengaruh tidak langsung terhadap rasio hutang melalui kebijakan dividen PMDN. Walaupun pengaruh positif investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap pembayaran dividen tidak signifikan, namun peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena meningkatnya investasi dan pengelolaan aktiva, akan mengakibatkan semakin signifikan meningkatkan rasio hutang korporasi PMDN. Dengan kata lain, cukup bukti menunjukkan pembayaran dividen kepada pemegang saham PMDN menjembatani (memperkuat) pengaruh investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap rasio hutang korporasi PMDN; sehingga membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis penelitian 15 ini.

Pengujian Hipotesis 20: Hubungan Struktur Modal Dengan *Market Share*

Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 menyajikan pengujian pengaruh variabel organisasi industri (*market share*) terhadap rasio hutang dan keputusan investasi *all firms*. Hasil pengujian menunjukkan *market share* memberikan pengaruh positif yang tidak signifikan terhadap investasi perusahaan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Sedangkan Tabel 4.19 menyajikan pengujian pengaruh *market share* yang tidak signifikan negatif terhadap rasio hutang *all firms* pada taraf nyata $\alpha \leq 0,15$. Bukti ini memperlihatkan bahwa secara rata-rata perusahaan-perusahaan besar di Indonesia yang memiliki pangsa pasar besar dengan investasi yang tinggi belum mampu menekan rasio hutang korporasinya ke tingkat rasio hutang yang lebih rendah. Sebaliknya perusahaan-perusahaan di Indonesia yang memiliki pangsa pasar kecil dengan investasi yang rendah belum mampu meningkatkan perolehan sumber dana eksternalnya lebih besar lagi.

Namun, pengaruh *market share* terhadap rasio hutang signifikan ketika menguji pengaruh *market share* masing-masing status perusahaan terhadap rasio hutang. Pada taraf nyata $\alpha = 0,10$ pangsa pasar PMA signifikan berpengaruh positif terhadap investasi dan rasio hutang korporasi. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMA yang memiliki proyek-proyek investasi dan rasio hutang yang tinggi adalah perusahaan yang bercorak pasar *market power* atau *oligopolist* dengan pangsa pasar yang besar. Hasil ini memberi bukti bahwa semakin terkonsentrasi industri semakin banyak proyek-proyek investasi besar yang pembiayaannya berasal dari penggunaan hutang yang tinggi. Sedangkan pada model struktural PMDN ditunjukkan pangsa pasar PMDN berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi namun tidak signifikan negatif terhadap investasi, pada taraf nyata $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menunjukkan bahwa perusahaan PMDN yang memiliki proyek-proyek investasi yang tinggi dan rasio hutang yang tinggi adalah perusahaan yang bercorak *competitive market* atau *marginal firms* dengan pangsa pasar yang rendah. Hasil ini mendukung pendapat Israel (1991) bahwa perusahaan-perusahaan yang beroperasi pada industri bersaing cenderung menggunakan hutang yang tinggi untuk membiayai proyek-proyek investasinya.

Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis penelitian 20 ini yang menyebutkan bahwa *market share* berpengaruh terhadap rasio hutang perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang memiliki pangsa pasar besar dengan rasio hutang tinggi dan memiliki proyek-proyek investasi besar adalah perusahaan dengan struktur industri *market power*. Inversinya, perusahaan-perusahaan yang memiliki pangsa pasar kecil dengan rasio hutang dan investasi yang tinggi adalah perusahaan dengan struktur industri *no market power* atau bersaing.

Pengujian Hipotesis 21: *Market Share* memoderasi hubungan investasi dengan struktur modal.

Tabel 4.19 menunjukkan koefisien regresi interaksi variabel *market share* dengan variabel PRED_INV pada model persamaan struktural rasio hutang *all firms* dan model PMDN bertanda positif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,10$. Hasil uji ini memberikan bukti bahwa *market share* memoderasi positif pengaruh perubahan investasi terhadap perubahan struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, pengaruh investasi terhadap rasio hutang *all firms* atau PMDN akan meningkat manakala pangsa pasar semakin besar, *vice-versa*. Sedangkan pada model persamaan struktural rasio hutang PMA koefisien interaksi *market share* dengan investasi bertanda negatif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,10$. Hal ini berarti pengaruh positif investasi terhadap rasio hutang PMA akan semakin berkurang manakala pangsa pasar semakin besar.

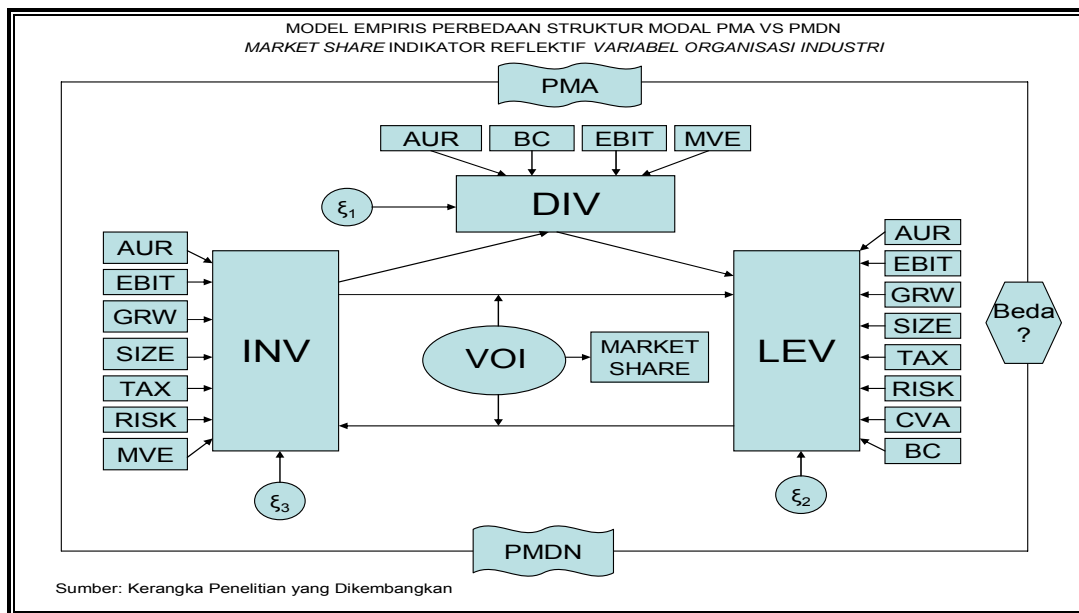
Tabel 4.20 menunjukan bahwa interaksi *market share* dengan rasio hutang berpengaruh signifikan negatif terhadap investasi korporasi PMA, namun tidak signifikan pada *all firms* dan PMDN. Dengan kata lain, cukup bukti menunjukkan bahwa interaksi struktur modal dengan konsentrasi industri berpengaruh negatif terhadap investasi korporasi PMA. Efek positif rasio hutang terhadap investasi PMA akan semakin menurun manakala pangsa pasar produk semakin besar. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin terkonsentrasi industri seiring dengan semakin profitnya perusahaan; maka kebutuhan dana untuk membiayai proyek-proyek investasi tidak lagi bertumpu pada rasio hutang perusahaan, tetapi bertumpu pada profitabilitas PMA. Namun, pada model PMDN efek negatif rasio hutang terhadap investasi belum terbukti secara statistik berpengaruh signifikan positif seiring dengan semakin bertambahnya konsentrasi industri.

Uraian-uraian tersebut mengungkapkan bahwa variabel organisasi industri yang dipostulasikan sebagai variabel moderator model persamaan struktural struktur modal seperti yang tertuang pada hipotesis penelitian 21; terbukti memoderasi hubungan kausalitas antara investasi dengan struktur modal perusahaan.

4.5.5 Model Empiris Perbedaan Struktur Modal Perusahaan PMA *versus* PMDN

Sub Bab ini menyajikan hasil pengujian hipotesis-hipotesis penelitian yang berkaitan dengan perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN seperti yang telah disajikan pada postulasi hipotesis penelitian 16 sampai dengan hipotesis penelitian 18 dari model empiris struktural perbedaan struktur modal PMA dan PMDN Gambar 4.5 berikut ini:

GAMBAR 4.5



Gambar 4.5 mengajukan model empiris untuk menguji secara integral perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN berdasarkan perspektif teori keagenan dan teori kontingensi. Perbedaan struktur modal ditangkap dalam kontinum

perbedaan keputusan investasi, kebijakan dividen, dan variabel organisasi industri dengan indikator *market share* yang memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal korporasi.

Pengujian perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN dikonstruksi melalui model regresi gabungan yang menggunakan interaksi variabel *dummy* dengan variabel bebas determinan struktur modal, seperti model persamaan berikut:

$$\begin{aligned} \text{LEV} = & \beta_0 + \beta_1(\text{INV}) + \beta_2(\text{DIV}) + \beta_3(\text{EBIT/A}) + \beta_4(\text{SIZE}) + \beta_5(\text{DGROW}) + \\ & \beta_6(\text{RISK}) + \beta_7(\text{AUR}) + \beta_8(\text{EARNVOL}) + \beta_9(\text{MVEQ}) + \beta_{10}(\text{CVA}) + \\ & \beta_{11}(\text{TAXPAY}) + \beta_{12}(\text{MRKSHRE}) + \beta_{13}(\text{Dummy}) + \beta_{1.13}(\text{INV*Dummy}) + \\ & \beta_{2.13}(\text{DIV*Dummy}) + \beta_{3.13}(\text{EBIT/A*Dummy}) + \beta_{4.13}(\text{SIZE*Dummy}) + \\ & \beta_{5.13}(\text{DGROW*Dummy}) + \beta_{6.13}(\text{RISK*Dummy}) + \beta_{7.13}(\text{AUR*Dummy}) + \\ & \beta_{8.13}(\text{EARNVOL*Dummy}) + \beta_{9.13}(\text{MVEQ*Dummy}) + \beta_{10.13}(\text{CVA*Dummy}) + \\ & \beta_{12.13}(\text{MRKSHRE*Dummy}) + \xi \end{aligned}$$

dimana *Dummy* = 1 bila berstatus PMA, dan *Dummy* = 0 bila berstatus PMDN.

Pengujian perbedaan masing-masing variabel bebas determinan struktur modal PMA dengan PMDN dilakukan dengan menguji koefisien interaksi variabel bebas dengan variabel *dummy*. Hipotesis yang diuji adalah $H_0: \beta_{ij} = 0$ lawan $H_a: \beta_{ij} \neq 0$

Dengan statistik uji :

$$t_{hit} = \frac{b_{ij}}{S_{b_{ij}}} \sim t_{\frac{\alpha}{2}(n-p)}$$

Hasil estimasi dan pengujian statistik bagi parameter-parameter model regresi gabungan disajikan pada Tabel 4.22 yang memberikan tambahan informasi berarti dibandingkan model konvensional determinan struktur modal sebelumnya (terbukti mempertinggi *goodness of fit* peningkatan *adjusted R²* dari 47,96 % menjadi 69,94%).

Dari uji ANOVA, diperoleh nilai p -value untuk uji $F < 0,05$ yang memberi arti bahwa model regresi ini dapat digunakan untuk memprediksikan perbedaan determinan struktur modal perusahaan PMA *versus* PMDN.

TABEL 4.22
 UJI KESEJAJARAN PERSAMAAN GARIS REGRESI PMA VS PMDN
 (DUMMY PMA = 1; DUMMY PMDN = 0)

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0,738136836				
Adjusted R Square	0,699377621				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	24	154259,9822	6427,499258	22,4107574	1,8489E-45
Residual	336	96366,20998	286,8041964		
Total	360	208985,6169			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	61,15928482	5,766313892	10,60630517	6,29518E-23	Signifikan
LOG(INV)	-6,44008824	1,651582455	-3,89934406	0,00011598	Signifikan
DIVIDEND	1,286515272	0,410266729	3,1358021	0,00186154	Signifikan
EBIT/A	-0,75320749	0,18492383	-4,07306883	5,7635E-05	Signifikan
SIZE	3,324198196	2,083615936	1,59539872	0,11154136	Signifikan
DGROW	-20,4870847	2,61493207	-7,83465273	5,9141E-14	Signifikan
RISKREL	-0,43648134	0,263621527	-1,65571205	0,09869205	Signifikan
AUR	0,112400724	0,023174821	4,850122717	1,8705E-06	Signifikan
EARNVOL	-0,74037406	1,356108861	-0,54595474	0,58545092	Tdk Signifikan
MVEQ	-0,01342401	0,0058702	-2,28680677	0,02281409	Signifikan
CVA	0,212600566	0,079471772	2,67517083	0,00782609	Signifikan
TAXPAY	-0,00286161	0,008208291	-0,34862486	0,72758423	Tdk Signifikan
MARKET SHARE	0,098665806	0,070950594	1,390626932	0,16523753	Tdk Signifikan
DUMMY	-15,9123577	5,808291985	-2,73959328	0,00647218	Signifikan
D*EBIT/A	-0,20699431	0,222219005	-0,9314879	0,35225450	Tdk Signifikan
D*SIZE	6,006872239	4,233143899	1,419009696	0,15680161	Tdk Signifikan
D*DGROW	7,367328384	6,323524097	1,383919421	0,11728037	Signifikan
D*RISKREL	0,54794489	0,442258454	1,23896985	0,21620136	Tdk Signifikan
D*AUR	0,132542504	0,034414338	3,851374476	0,00014007	Signifikan
D*EARNVOL	-3,62290072	1,747804702	-2,07282926	0,03893241	Signifikan
D*CVA	-0,29244264	0,114974019	-2,54355414	0,01141019	Signifikan
D*MRKSHARE	0,119082273	0,099426845	1,197687332	0,23186335	Tdk Signifikan
D*MVEQUITY	0,009615117	0,008360649	1,150044384	0,25092446	Tdk Signifikan
D*INVEST	5,905649291	2,258230278	2,615166996	0,00931098	Signifikan
D*DIVIDEND	-1,4282405	0,505892285	-2,82321068	0,00503129	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 4.22 ini memberikan bukti bahwa rasio hutang perusahaan PMA dan PMDN yang tidak tergolong ke dalam industri keuangan/perbankan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia dipengaruhi *positif* oleh dividen, *size*, rasio utilisasi aktiva (AUR), dan aktiva yang dapat dijaminkan (CVA). Namun, rasio hutang perusahaan PMA dan PMDN dipengaruhi *negatif* oleh investasi, profitabilitas (EBIT/A), pertumbuhan aktiva, risiko bisnis dan penerbitan ekuitas atau *market valuation*. Sedangkan volatilitas *earning*, pajak korporasi dan *market share* tidak signifikan berpengaruh terhadap rasio hutang korporasi PMA dan PMDN.

Pengujian Hipotesis 16: Perbedaan Biaya Keagenan dan Biaya Kebangkrutan antara perusahaan PMA dengan PMDN.

Hasil pengujian menunjukkan koefisien regresi variabel interaksi AUR dengan status perusahaan ($D \cdot AUR$) bernilai positif dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini memberikan bukti yang kuat adanya perbedaan pengaruh (ketidaksejajaran) biaya keagenan antara perusahaan PMA dengan PMDN terhadap rasio hutang korporasi. Perbedaan tingkat *leverage* PMA dengan PMDN sebesar 15,91% sangat dipengaruhi oleh perubahan efektivitas pengelolaan aktiva pihak manajemen (AUR). Secara matematis perbedaan dinyatakan sebagai $\Delta LEV / \Delta AUR = 0,1124 + 0,1325(D)$. Dengan kata lain, semakin positif perubahan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen, maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN. Hasil uji ini menunjukkan bahwa sensitivitas *leverage* terhadap utilisasi asset PMA ($0,2449$) lebih tinggi daripada sensitivitas *leverage* terhadap utilisasi asset PMDN ($0,1124$).

Seperti telah disebutkan di atas bahwa biaya kebangkrutan tidak berpengaruh negatif pada rasio hutang korporasi, namun pengaruh biaya kebangkrutan akan signifikan ketika

berinteraksi dengan status perusahaan. Tabel 4.22 menyajikan hasil uji koefisien regresi variabel interaksi EARNVOL dengan status perusahaan ($D \cdot \text{EARNVOL}$) bertanda negatif dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menyimpulkan bahwa perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN, sangat dipengaruhi oleh perubahan volatilitas *earning* (biaya kebangkrutan). Secara matematis perbedaan rasio hutang dinyatakan sebagai $\Delta \text{LEV} / \Delta \text{EARNVOL} = -0,7404 - 3,6229(D)$. Dengan kata lain, semakin positif perbedaan volatilitas *earning*, maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA terhadap PMDN. Hasil uji ini menunjukkan bahwa sensitivitas *leverage* terhadap volatilitas *earning* PMA ($-4,3633$) lebih tinggi daripada sensitivitas *leverage* terhadap volatilitas *earning* PMDN ($-0,7404$). Tingkat *leverage* perusahaan PMA akan berkurang sebesar 4,36% ketika volatilitas *earning* meningkat sebesar 1%, sementara tingkat *leverage* PMDN akan berkurang sebesar 0,74%.

Pengujian Hipotesis 17: Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Tabel 4.22 menunjukkan hasil pengujian koefisien regresi variabel interaksi pertumbuhan aktiva dengan status perusahaan signifikan pada taraf nyata $\alpha = 0,15$. Dengan angka statistik ini, hipotesis penelitian 17 ini terbukti secara statistik menunjukkan tingkat *leverage* perusahaan PMA akan berkurang sebesar 13,12% ketika pertumbuhan aktiva meningkat sebesar 1%, sementara tingkat *leverage* PMDN akan berkurang sebesar 20,49%. Perbedaan tingkat *leverage* PMA terhadap tingkat *leverage* PMDN semakin lebar atau menyempit manakala tingkat pertumbuhan aktiva PMA di atas atau di bawah rata-rata tingkat pertumbuhan industrinya. Kesimpulan yang dapat

diperoleh dari hasil ini adalah tingkat pertumbuhan aktiva PMA dan PMDN terbukti berhubungan terbalik dengan rasio hutang korporasi.

Sedangkan dari sudut pembayaran dividen ditunjukkan ada perbedaan pengaruh pembayaran dividen PMA dengan PMDN yang sangat signifikan mempengaruhi tingkat *leverage* korporasi. Interaksi status perusahaan dengan pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap tingkat *leverage*. Pada perusahaan PMA, kenaikan sebesar 1% pembayaran dividen akan berdampak pada menurunkan tingkat *leverage* PMA sebesar 0,1417%. Sementara tingkat *leverage* perusahaan PMDN meningkat sebesar 1,2865%. Angka sensitivitas ini berimplikasi pada kesimpulan bahwa kebijakan hutang PMA berbanding terbalik dengan kebijakan dividen, sedangkan kebijakan hutang PMDN berbanding lurus dengan kebijakan dividen. Bila dikaitkan dengan tingkat pertumbuhan aktiva, *logical transitivity* membawa pada kesimpulan penolakan hipotesis penelitian 17, yakni perusahaan PMA yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi membayar dividen lebih *rendah* dibandingkan perusahaan PMDN.

Pengujian Hipotesis 18: Tingkat *leverage* perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat *leverage* perusahaan PMDN.

Hasil pengujian yang disajikan pada Tabel 4.22 menunjukkan koefisien regresi variabel *dummy* bertanda negatif pada taraf nyata $\alpha = 0,05$. Angka statistik ini memberi bukti empiris adanya perbedaan yang sangat signifikan antara tingkat *leverage* perusahaan PMA dengan tingkat *leverage* perusahaan PMDN, seperti yang tersaji pada Tabel 4.3 sebelumnya. Rasio hutang PMA 15,91% lebih *rendah* daripada rasio hutang perusahaan PMDN. Konsekuensi logis dari hasil uji ini menyebabkan pada penerimaan hipotesis 18 penelitian ini.

Sementara perbedaan pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko bisnis, *market share* dan penerbitan ekuitas antara perusahaan PMA dengan PMDN terhadap rasio hutang, *tidak signifikan* (keberhimpitan atau kesejajaran garis-garis regresi). Hal ini dibuktikan dengan tidak signifikannya koefisien-koefisien regresi interaksi variabel-variabel tersebut dengan status perusahaan (*dummy*) pada taraf pengujian $\alpha \leq 0,15$.

Ketidaksejajaran garis regresi karena adanya perbedaan pengaruh pada rasio hutang PMA dan PMDN, ditunjukkan oleh koefisien-koefisien regresi interaksi variabel status perusahaan dengan CVA, investasi, dan dividen. Beberapa kesimpulan yang diperoleh sebagai informasi tambahan yang tersaji pada Tabel 4.20 diantaranya; bahwa rasio hutang PMA akan *menurun* sebesar 0,08% ketika aktiva tetap yang dapat dijadikan jaminan (CVA) bertambah sebesar 1%, sementara rasio hutang PMDN *meningkat* sebesar 0,21%. Sedangkan *peningkatan* sebesar 1% investasi akan berdampak pada *penurunan* rasio hutang PMA sebesar 0,53%, dan *penurunan* sebesar 6,44% pada rasio hutang PMDN.

TABEL 4.23
RINGKASAN HASIL UJI PERBEDAAN DETERMINAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PMA VS PMDN

VAR DETERMINAN STRUKTUR MODAL	STATUS PERUSAHAAN PMA		STATUS PERUSAHAAN PMDN	
	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN
EBIT TO ASSETS	(-)	SIG	(-)	SIG
GROWTH	(-)	SIG	(-)	SIG
SIZE OF ASSETS	(+)	NONSIG	(+)	NONSIG
BUSINESS RISK	(+)	NONSIG	(-)	NONSIG
ASSETS UTILIZATION	(+)	SIG	(-)	NONSIG
EARNING VOLATILITY	(-)	SIG	(-)	NONSIG
MVEQUITY	(-)	NONSIG	(-)	SIG
COLLATERAL ASSETS	(-)	NONSIG	(+)	SIG
CORPORATE TAXES	(-)	NONSIG	(+)	NONSIG
INVESTMENT	(+)	NONSIG	(-)	SIG
DIVIDEND	(-)	NONSIG	(+)	SIG
MARKET SHARE	(+)	SIG	(-)	SIG
MARKET SHARE*INV	(-)	SIG	(+)	SIG

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

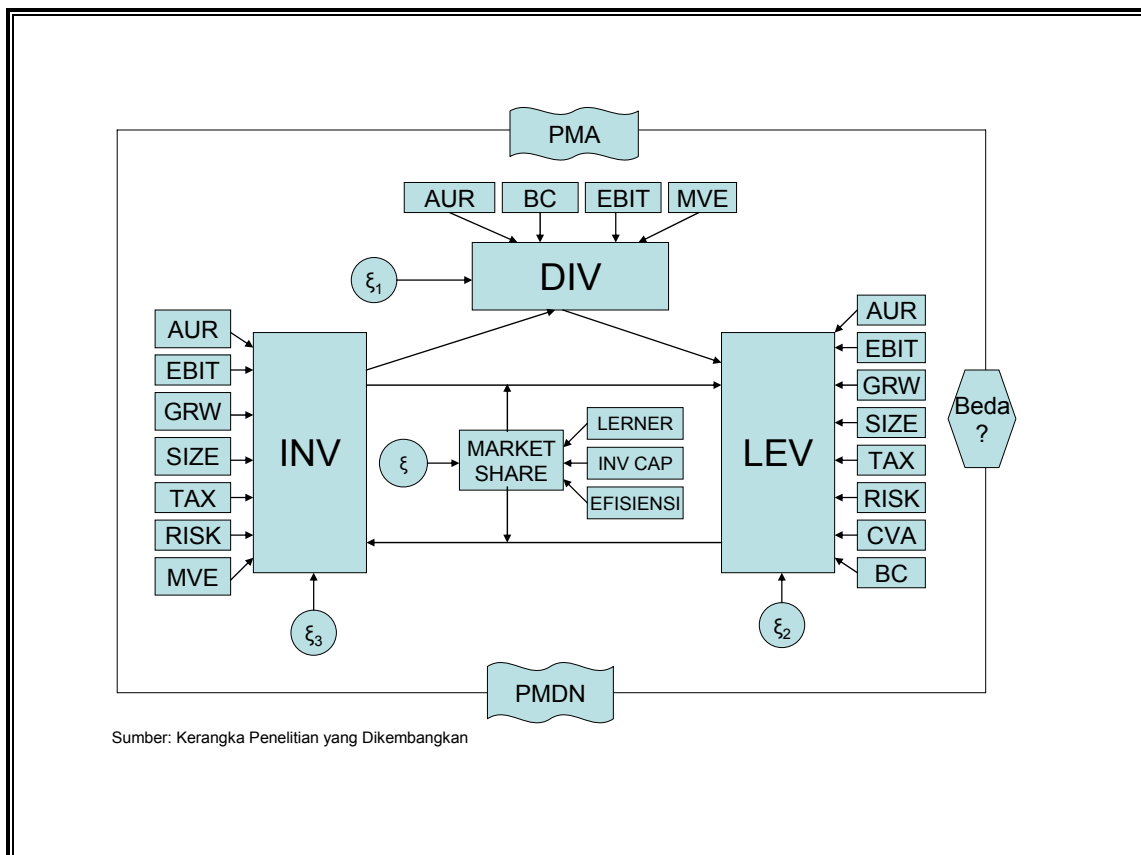
SIG = Signifikan, NONSIG = Tidak signifikan

4.5.6 Pengujian Model Struktural Struktur Modal dengan Variabel Organisasi Industri diukur dengan Kesalahan Pengukuran (*Measurement Error*)

Pada bagian ini ditampilkan hasil-hasil pengujian statistik mengenai perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan PMDN yang diperoleh dari model empiris persamaan struktural struktur modal masing-masing status perusahaan, dimana pangsa pasar diukur dengan *measurement error* seperti pada Gambar 4.6. Pengukuran pangsa pasar studi ini berdasarkan pada paparan Bhattacharya (2002) yang mengukur variabel pangsa pasar sebagai fungsi dari *invested capital*, efisiensi dan indeks Lerner, yakni:

$$MRKSHARE = \Omega_0 + \Omega_1(INVCAP) + \Omega_2(EFISIENSI) + \Omega_3(LERNER) + \xi.$$

GAMBAR 4.6
MODEL EMPIRIS PERBEDAAN STRUKTUR MODAL PMA vs PMDN
MARKET SHARE DIUKUR DENGAN MEASUREMENT ERROR



Tabel 4.24 menunjukkan bukti empiris pada taraf nyata $\alpha = 0,05$ bahwa *market share* perusahaan PMA sangat dipengaruhi positif oleh investasi modal untuk biaya riset & pengembangan, serta oleh kinerja industri (efisiensi). Semakin efisien kinerja industri dimana perusahaan PMA beroperasi, maka semakin terkonsentrasi industri (*infra marginal firms*). Sedangkan indeks Lerner sangat berpengaruh negatif terhadap *market share* perusahaan PMA. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang berada dalam industri yang bercorak *monopoly power* (pangsa pasar besar) cenderung memiliki kemampuan menciptakan laba di atas normal (*excess return*) lebih rendah dibandingkan perusahaan PMA yang berada dalam industri persaingan yang tinggi (*marginal firms*).

TABEL 4.24
PERSAMAAN *MARKET SHARE* PERUSAHAAN PMA

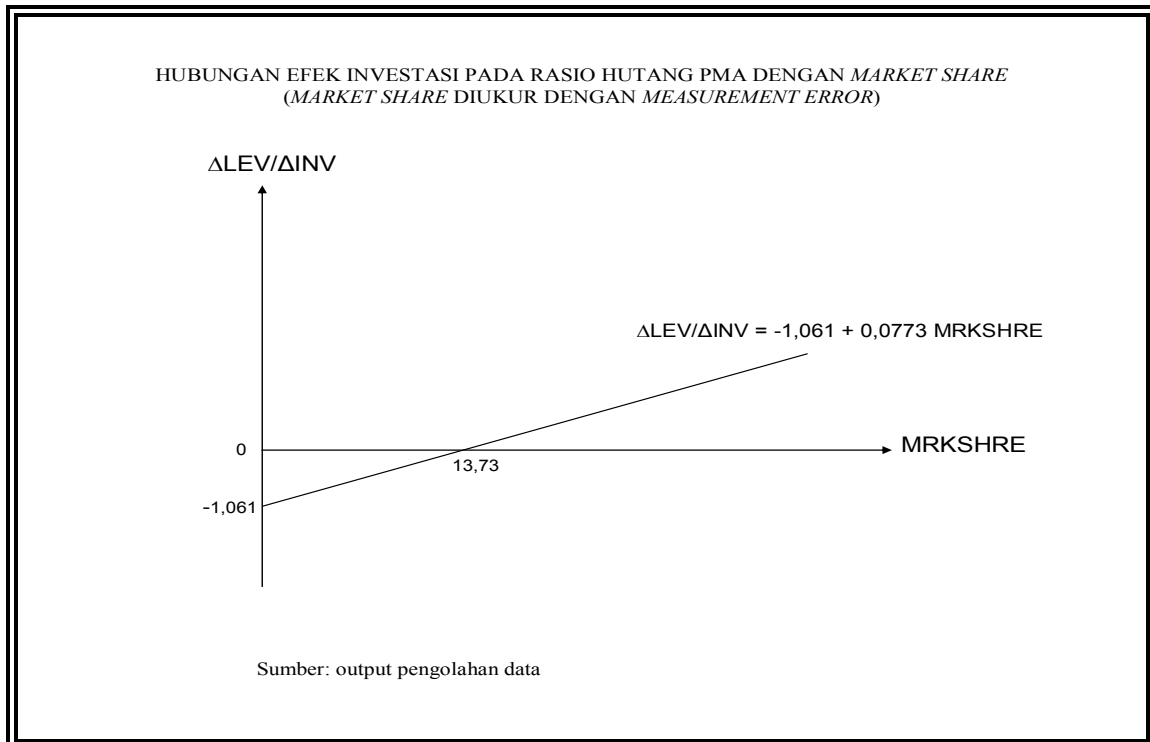
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.48810343				
R Square	0.23824496				
Adjusted R Square	0.22413838				
Standard Error	19.7769627				
Observations	166				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	3	19817.2133	6605.73776	16.8889302	1.357E-09
Residual	162	63362.7769	391.128252		
Total	165	83179.9901			
DEPENDENT VARIABLE: <i>MARKET SHARE</i> PMA					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	18.277929	2.70881692	6.74756895	2.5361E-10	Signifikan
INVCAP	0.89525632	0.3673882	2.43681294	0.0159	Signifikan
EFISIENSI	0.00030021	0.00011364	2.6418584	0.0090534	Signifikan
LERNER	-0.5221425	0.17549398	-2.9752732	0.0033757	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 4.25 menunjukkan *market share* signifikan memoderasi pengaruh investasi terhadap *leverage* PMA, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,10$. Hasil ini menunjukkan bahwa struktur industri dimana PMA beroperasi memiliki implikasi penting pada struktur modal korporasi PMA. Gambar 4.7 menyajikan hubungan efek investasi pada rasio hutang PMA dengan *market share* dimana efek investasi pada rasio hutang PMA semakin positif ketika industri semakin terkonsentrasi (pangsa pasar semakin besar). Dengan kata lain, perubahan investasi yang berinteraksi dengan pangsa pasar berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal PMA, seperti dinyatakan persamaan matematis dan Gambar 4.7 berikut ini $\Delta LEV/\Delta INV = -1.061E-07 + 7.7307E-09 MRKSHRE$.

GAMBAR 4.7



Perusahaan-perusahaan PMA sampel penelitian ini yang memiliki pangsa pasar di atas 13,73%, maka peningkatan pangsa pasar akan menyebabkan efek positif keputusan investasi pada kebijakan hutang korporasi PMA semakin signifikan. Temuan ini

menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang memiliki pangsa pasar besar (*oligopolistic market power*), maka kehadiran proyek-proyek investasi besar yang strategis akan mendorong perusahaan PMA melakukan rekapitalisasi atau restrukturisasi modal yang sebagian besar pembiayaannya berasal dari hutang. Sebaliknya, bagi perusahaan PMA industri bersaing kehadiran proyek-proyek investasi besar tidak mendorong perusahaan melakukan rekapitalisasi melalui penambahan hutang.

Pajak korporasi berpengaruh negatif terhadap rasio hutang PMA. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang dikenakan pajak korporasi tinggi lebih memilih sumber pendanaan internal ketimbang dari sumber dana eksternal (hutang). Beban pajak korporasi yang tinggi belum mendorong PMA melakukan *leveraging up*. Rasio hutang PMA meningkat ketika tarif pajak mengalami penurunan.

Penerbitan ekuitas berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi PMA dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,15$. Semakin besar biaya emisi saham, maka semakin rendah pembiayaan penerbitan ekuitas akan didanai dari hutang. Hasil ini menunjukkan konflik keagenan yang signifikan antara *shareholders* dengan *debtholders* pada perusahaan-perusahaan PMA. Logikanya *shareholders* atau pihak manajemen mempertahankan pengendalian perusahaan ketika operasional perusahaan dalam kondisi normal (*market valuation tinggi*), sedangkan *debtholders* atau kreditur memegang kendali perusahaan ketika kondisi perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Penerbitan ekuitas yang diikuti dengan pengurangan hutang mengarah pada pergeseran kontrol dari kreditur (*debtholders*) ke pemegang saham (*shareholders*), sehingga pemegang saham memperoleh sebagian besar manfaat kontrol sedangkan kreditur kehilangan semua manfaat kontrol perusahaan.

TABEL 4.25
TEKNIK COCHRANE ORCUTT PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL
ORIGINAL *LEVERAGE* PMA DENGAN KOEFISIEN REGRESI BERUBAH
MARKET SHARE DIUKUR DENGAN *MEASUREMENT ERROR*

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.3547906				
Adjusted R Square	0.297650				
Standard Error	0.1383256				
Observations	166				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	13	1.60978493	0.1238296	7.0110262	1.546E-10
Residual	153	2.92749696	0.0191340		
Total	166	4.53728189			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMA					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	-0.0397561	0.11795644	-0.3370409	0.7365479	Tdk signifikan
EBIT/A	-0.0072849	0.0042805	-1.7018785	0.0908092	Signifikan
GROWTH	-0.0920448	0.03967666	-2.3198717	0.0216698	Signifikan
SIZE	0.0749894	0.05268738	1.4232894	0.1566882	Tdk signifikan
RISKREL	0.0056030	0.00793036	0.7065197	0.4809395	Tdk signifikan
AUR	0.0008884	0.00031611	2.8103950	0.0055954	Signifikan
EARNVOL	-0.0164467	0.00928618	-1.7710981	0.0785354	Signifikan
MVEQ	-0.0001427	9.3881E-05	-1.5195463	0.1306888	Signifikan
CVA	-0.0003714	0.00181179	-0.2050074	0.8378388	Tdk signifikan
TAXPAY	-0.118822	0.05121922	-2.3198717	0.0216698	Signifikan
PRED_INVEST	-1.061E-07	7.7954E-08	-1.3611051	0.1754818	Tdk signifikan
PRED_DIVIDEN	0.0073564	0.02707529	0.27170163	0.7862177	Tdk signifikan
PRED_MRKSHRE	0.00761218	0.00291511	2.61127933	0.0099183	Signifikan
PREDMRKS*PREDINV	7.7307E-09	4.0583E-09	1.9049231	0.0586664	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 4.25 menunjukkan perusahaan PMA sektor non finansial dan non *whole sale and retail trade* di Indonesia tergolong perusahaan-perusahaan yang rasional terhadap risiko, bukti ini ditunjukkan oleh pengaruh signifikan negatif volatilitas *earning* terhadap rasio hutang PMA. Perusahaan PMA yang rasional akan memilih rasio hutang yang lebih rendah ketika peluang kebangkrutan semakin meningkat. Bukti ini menunjukkan bahwa biaya kebangkrutan berperan penting pada keputusan struktur modal PMA.

Tabel 4.26 menunjukkan bukti empiris pada taraf nyata $\alpha \leq 0,05$ *market share* PMDN tidak dipengaruhi oleh investasi modal untuk biaya riset & pengembangan, serta oleh kinerja industri (efisiensi). Sedangkan kemampuan perusahaan menciptakan *excess return* (indeks Lerner) sangat berpengaruh positif pada *market share*. Hasil ini menyatakan bahwa perusahaan PMDN yang berada dalam industri *monopoly power* cenderung memiliki kemampuan menciptakan *excess return* yang tinggi dibandingkan perusahaan PMDN yang berada dalam industri persaingan yang tinggi (*marginal firms*).

TABEL 4.26
PERSAMAAN *MARKET SHARE* PERUSAHAAN PMDN

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.45718009				
Adjusted R Square	0.44865413				
Standard Error	15.8817665				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	3	40575.3737	13525.1246	53.6220804	3.439E-25
Residual	191	48176.027	252.230508		
Total	194	88751.4007			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET SHARE PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	-113.89835	11.5583239	-9.8542272	8.7935E-19	Signifikan
INVCAP	-0.0856803	0.13269913	-0.6456737	0.51926564	Tdk signifikan
EFISIENSI	-0.1157645	0.1078695	-1.0731906	0.2845396	Tdk signifikan
<i>LERNER</i>	22.2253049	1.94537564	11.4246855	2.256E-23	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Dependent variable : **Market Share**

Independent variables:

INVCAP : Investasi modal sebagai set kesempatan investasi proksi biaya R&D.

EFISIENSI : Proksi kinerja industri yang diukur dari perubahan ROI.

LERNER : Indeks kemampuan perusahaan menciptakan laba atau *excess return*.

TABEL 4.27
TEKNIK COCHRANE ORCUTT UNTUK PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL
ORIGINAL LEVERAGE PMDN DENGAN KOEFISIEN REGRESI BERUBAH *MARKET
SHARE* DIUKUR DENGAN *MEASUREMENT ERROR*

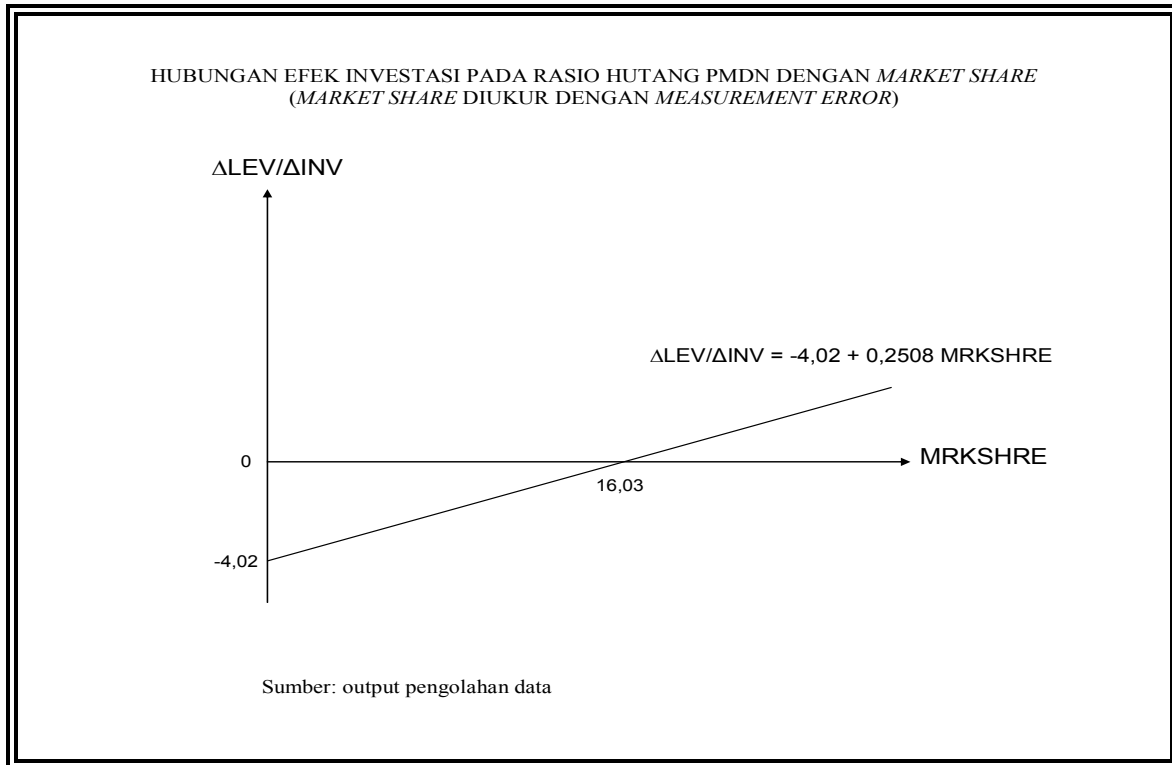
<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.35790153				
Adjusted R Square	0.30457635				
Standard Error	0.13704291				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	13	1.90522587	0.14655584	7.76063357	7.105E-14
Residual	181	3.41809834	0.01888452		
Total	194	5.32332421			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.20556933	1048576	1.9605E-07	0.99999989	Tdk signifikan
PRED_INVEST	-4.02E-07	1.333E-07	-3.0157866	0.0029297	Signifikan
DIVIDEND	0.00977629	0.00348449	2.80565667	0.0055677	Signifikan
EBIT/A	-0.0106759	0.00181478	-5.8827863	1.898E-08	Signifikan
DGROW	-0.0141426	0.00518765	-2.7262048	0.007033	Signifikan
SIZE	1.374213	1.657213	0.82924314	0.40805383	Tdk signifikan
RISKREL	-0.0022604	0.00371331	-0.6087314	0.54344126	Tdk signifikan
AUR	-0.003553	0.01028231	-0.3455461	0.73008295	Tdk signifikan
EARNVOL	-0.0066352	0.01041121	-0.637316	0.52471126	Tdk signifikan
MVEQ	0.00248384	0.00090463	2.7456921	0.0066444	Signifikan
CVA	0.00394936	0.00093521	4.22297089	3.744E-05	Signifikan
TAXPAY	7.7805E-09	1.3357E-08	0.58249357	0.56095521	Tdk signifikan
PRED_MARK SHARE	-0.000134	0.00132622	-0.101067	0.91960857	Tdk signifikan
PREDMRKSHRE*INV	2.5081E-08	9.6965E-09	2.5865568	0.010475	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Market Share signifikan memoderasi pengaruh investasi terhadap rasio hutang perusahaan PMDN. Gambar 4.8 menyajikan hubungan efek investasi pada rasio hutang PMDN dengan *market share* dimana efek investasi pada rasio hutang PMDN semakin positif ketika pangsa pasar semakin besar. Dengan persamaan matematis yang diestimasi seperti berikut ini $\Delta LEV/\Delta INV = -4.02E-07 + 2.508E-08 MRKSHRE$.

GAMBAR 4.8



Efek positif keputusan investasi pada kebijakan hutang perusahaan PMDN sampel penelitian ini yang memiliki pangsa pasar di atas 16,03% akan semakin signifikan manakala pangsa pasar semakin besar. Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan PMDN yang tergolong *oligopolist*, kehadiran proyek-proyek investasi besar yang strategis akan menyebabkan perusahaan melakukan rekapitalisasi atau restrukturisasi modal yang sebagian besar pembiayaannya berasal dari hutang. Sebaliknya, bagi perusahaan PMDN yang berada dalam industri bersaing, kehadiran proyek-proyek investasi besar tidak mendorong perusahaan untuk melakukan rekapitalisasi melalui penambahan hutang. Pada kondisi industri bersaing perusahaan PMDN profitabel yang menguasai pangsa pasar di bawah 16% akan bertumpu pada daya profit yang dimiliki ketimbang menggunakan hutang untuk membiayai proyek-proyek investasi strategisnya.

Penerbitan ekuitas berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan. Semakin besar biaya emisi saham, maka semakin besar pembiayaan penerbitan ekuitas akan didanai dari hutang. Demikian juga ditunjukkan Tabel 4.27 bahwa semakin tinggi CVA semakin besar rasio hutang yang dapat diperoleh perusahaan PMDN.

Kesimpulan hasil pengujian yang telah disajikan pada Tabel 4.25 dan Tabel 4.27 di atas mengenai perbedaan struktur modal perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN), dimana *market share* diukur dengan *measurement error* dapat diringkas pada Tabel 4.28 berikut ini:

TABEL 4.28
RINGKASAN HASIL UJI PERBEDAAN DETERMINAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PMA VS PMDN
MARKET SHARE DIUKUR DENGAN *MEASUREMENT ERROR*

DETERMINAN STRUKTUR MODAL	STATUS PERUSAHAAN PMA		STATUS PERUSAHAAN PMDN	
	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN
EBIT TO ASSETS	(-)	SIG	(-)	SIG
GROWTH	(-)	SIG	(-)	SIG
SIZE OF ASSETS	(+)	SIG	(+)	NONSIG
BUSINESS RISK	(+)	NONSIG	(-)	NONSIG
ASSET UTILIZATION	(+)	SIG	(-)	NONSIG
EARNING VOLATIL	(-)	SIG	(-)	NONSIG
MVEQUITY	(-)	SIG	(+)	SIG
COLLATERAL ASSET	(-) ⁴⁹	NONSIG	(+)	SIG
CORPORATE TAX	(-)	SIG	(+)	NONSIG
INVESTMENT	(-)	SIG	(-)	SIG
DIVIDEND	(+)	NONSIG	(+)	SIG
MARKET SHARE	(+)	SIG	(-)	NONSIG
MARKET SHARE*INV	(+)	SIG	(+)	SIG

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

SIG = Signifikan, NONSIG = Tidak signifikan

Dependent variable: **Market value of leverage**

⁴⁹ Koefisien *collateral asset* yang negatif pada PMA mengindikasikan terjadinya pemberian hutang kepada perusahaan tanpa mempertimbangkan besarnya aktiva perusahaan yang dapat dijadikan agunan. Hasil temuan ini (walaupun CVA tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang) mengindikasikan fenomena praktek *moral hazard* dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan-perusahaan PMA di Indonesia yang tidak bergantung pada jumlah agunan aktivitya.

4.5.7 Pengujian Koefisien Regresi Model Dinamis Struktur Modal

Pengujian model dinamis perubahan struktur modal hipotesis penelitian 19 dan hipotesis penelitian 22, dapat dijelaskan ke dalam persamaan model dinamis berikut:

$$(LEV)_T - (LEV)_{T-1} = \varphi_0 + \varphi_1 (MVEQ)_{T-1} + \varphi_2 (CVA)_{T-1} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-1} + \varphi_4 (SIZE)_{T-1} + \varphi_5 (TAX)_{T-1} + \varphi_6 (LEV)_{T-1} + \xi_T$$

Model dinamis ini sebagai konfirmasi tambahan pada pengujian apakah perubahan rasio hutang $(\Delta LEV)_T$ dari tahun ke tahun dipengaruhi oleh determinan struktur modal tahun sebelumnya, dan dipengaruhi oleh *target leverage* perusahaan periode sebelumnya.

TABEL 4.29
TEKNIK COCHRANE-ORCUTT UNTUK MODEL *TARGET LEVERAGE* PMA & PMDN

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.359042641				
R Square	0.128911618				
Adjusted R Square	0.114147409				
Standard Error	11.90229777				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	6	7421.551811	1236.925302	8.731359122	7.0271E-09
Residual	354	50149.30101	141.6646921		
Total	360	57570.85282			
DEPENDENT VARIABLE: CHANGE OF MARKET VALUE OF LEVERAGE					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	7.549632683	2.314060593	3.26250432	0.001211786	Signifikan
(EBIT/A) _{t-1}	-0.20351268	0.064583655	-3.15114834	0.00176494	Signifikan
(MVEQ) _{t-1}	0.006372068	0.002749316	2.317692532	0.02103566	Signifikan
(CVA) _{t-1}	-0.08649566	0.022343115	-3.87124434	0.00012893	Signifikan
(SIZE) _{t-1}	0.449428186	0.084173395	5.339314007	1.6715E-07	Signifikan
(TAX) _{t-1}	-0.0186288	0.087986547	-0.21172333	0.832444731	Tdk signifikan
(LEV) _{t-1}	-0.13655171	0.02895312	-4.71630392	3.461E-06	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Tabel 4.29 di atas menyajikan hasil pengujian statistik bahwa perubahan rasio hutang atas aktiva $(\Delta LEV)_T$ korporasi PMA & PMDN sangat dipengaruhi *negatif* oleh profitabilitas (EBIT/A), *collateral asset* (CVA), dan rasio nilai pasar hutang atas aktiva satu tahun sebelumnya. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa semakin profit suatu perusahaan, atau semakin tinggi aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dijadikan jaminan, atau semakin tinggi rasio hutang atas aktiva perusahaan periode saat ini, akan menurunkan perubahan rasio hutang korporasi PMA & PMDN periode tahun depan (*konvergen* ke tingkat *leverage* tahun sebelumnya). Namun, akan semakin *divergen* bila penerbitan ekuitas (MVEQ) atau ukuran perusahaan (SIZE) saat ini meningkat. Hasil ini menunjukkan bahwa *equity market timing* berkorelasi positif dengan perubahan rasio hutang atas aktiva PMA & PMDN. Praktek menerbitkan sekuritas pada harga tinggi pada perusahaan yang memiliki aktiva besar cenderung menerbitkan hutang lebih besar, dibandingkan praktek menerbitkan sekuritas pada perusahaan yang memiliki aktiva rendah. Sebaliknya, praktek membeli kembali sekuritas ketika harga rendah cenderung menerbitkan hutang lebih besar.

Sementara itu, Tabel 4.29 juga menyajikan hasil pengujian statistik koefisien arah regresi pajak korporasi yang tidak konsisten mempengaruhi perubahan rasio hutang PMA & PMDN. Tabel 4.29 memperlihatkan koefisien regresi pajak korporasi bertanda negatif tidak berpengaruh signifikan terhadap perubahan *market leverage*. Hasil ini semakin memperkuat penolakan hipotesis penelitian 6 yang dipostulasikan bahwa pajak korporasi berpengaruh positif terhadap tingkat *market leverage* dinamis perusahaan.

Sedangkan pengujian *current leverage* dipengaruhi oleh determinan struktur modal dinamisnya dijelaskan dengan menggunakan model dinamis seperti yang dilakukan Fama & French (2000), yakni:

$$(LEV)_T = \varphi_0 + \varphi_1 (MVE)_{T-1} + \varphi_2 (CVA)_{T-1} + \varphi_3 (EBIT/A)_{T-1} + \varphi_4 (Div/MVE)_{T-1} + \varphi_5 (SIZE)_{T-1} + \varphi_6 (TAX)_{T-1} + \varphi_7 (INVCAP)_{T-1} + \varphi_8 (LEV)_{T-1} + \zeta_T$$

Dengan model dinamis struktur modal ini, difokuskan pada pengujian apakah *equity market timing* atau *market valuation* $(MVEQ)_{T-1}$ yang mencerminkan *growth opportunities*, risiko bisnis, *financial distress costs*, biaya keagenan, dan informasi asimetris mempengaruhi *market leverage* perusahaan PMA dan/atau PMDN. Demikian juga pada pengujian apakah rasio *common stocks dividends* terhadap nilai pasar ekuitas tahun sebelumnya $(DIV/MVE)_{T-1}$, yang mencerminkan *investment opportunities* pada instrumen keuangan dan pembayaran dividen tahun sebelumnya, mempengaruhi *market leverage* tahun selanjutnya disamping dipengaruhi oleh target *leverage*, profitabilitas, besaran aktiva, *collateral assets*, tingkat pajak korporasi, dan investasi kapital untuk riset & pengembangan periode tahun sebelumnya.

Tabel 4.30 menunjukkan nilai *adjusted R²* sebesar 0,7415 yang memberi arti bahwa 74,15% variasi dari rasio nilai pasar hutang dapat diterangkan oleh variasi dari variabel-variabel determinan struktur modal yang terkandung dalam model dinamis struktur modal tersebut. Membuat model regresi ini semakin baik dalam memprediksikan rasio hutang dinamis. Dari uji ANOVA, diperoleh nilai *p-value* sebagai probabilitas (Tolak H_0 | H_0 Benar) untuk uji $F < 0,05$, yang memberi arti bahwa model dinamis ini sangat dapat diandalkan untuk memprediksi rasio hutang PMA dan PMDN.

TABEL 4.30
TEKNIK COCHRANE-ORCUTT UNTUK MODEL STRUKTUR MODAL PMA & PMDN
MODEL FAMA & FRENCH

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.86444552				
R Square	0.74726605				
Adjusted R ²	0.74152211				
Standard Error	12.00201795				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	8	149921.1432	18740.14289	130.096123	2.9161E-100
Residual	352	50705.04906	144.0484348		
Total	360	200626.1922			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	8.179835708	2.440313446	3.351961086	0.000889558	Signifikan
(EBIT/A) _{t-1}	-0.20455781	0.064995269	-3.14727226	0.00178867	Signifikan
(MVEQ) _{t-1}	0.006165244	0.002815451	2.189789047	0.02919538	Signifikan
(CVA) _{t-1}	-0.08711002	0.022471997	-3.87638099	0.00012647	Signifikan
(SIZE) _{t-1}	0.450212095	0.084438697	5.33182188	1.742E-07	Signifikan
(TAX) _{t-1}	-0.01850921	0.08832533	-0.20955717	0.834134539	Tdk signifikan
(DIV/MVE) _{t-1}	-0.01022839	0.015577075	-0.65663109	0.511847194	Tdk signifikan
(INVCAP) _{t-1}	-0.00818801	0.029301991	-0.27943535	0.780074862	Tdk signifikan
(LEV) _{t-1}	0.859995476	0.029490779	29.16150397	6.403E-96	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Hasil pengujian statistik terhadap profitabilitas (hipotesis 1) menunjukkan koefisien regresi EBIT/A bertanda negatif dengan taraf uji $\alpha = 0,05$. Dapat disimpulkan bahwa profitabilitas perusahaan yang tinggi tahun lalu signifikan menurunkan tingkat *leverage* tahun ini (lihat Tabel 4.31, *kecuali* PMDN karena EBIT/A tidak signifikan).

Hasil pengujian statistik terhadap *equity market timing* (hipotesis 9) menunjukkan koefisien regresi MVEQ bertanda positif dengan taraf uji $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menunjukkan bahwa penerbitan ekuitas ketika harga saham tahun lalu tinggi,

menyebabkan perusahaan-perusahaan (lihat Tabel 4.31, *kecuali* PMA) menambah kebutuhan dana operasionalnya dari menerbitkan hutang, karena biaya emisi saham tahun lalu didanai dari sumber eksternal (hutang).

Hasil pengujian statistik terhadap aktiva berwujud yang dapat dijaminan CVA (hipotesis 7) menunjukkan koefisien regresi CVA bertanda negatif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan (lihat Tabel 4.31, *kecuali* PMA), akan menurunkan tingkat *leverage* korporasinya disebabkan tingginya kebutuhan aktiva berwujud yang dijaminan (CVA) untuk memperoleh hutang pada tahun lalu. Hasil temuan ini mengindikasikan fenomena praktek *moral hazard* dalam pemberian pinjaman yang tidak bergantung pada jumlah agunannya.

Hasil pengujian statistik terhadap ukuran perusahaan menunjukkan koefisien regresi SIZE bertanda positif, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan (lihat Tabel 4.31, *terutama* PMDN) yang memiliki aktiva besar, akan meningkatkan *leverage* korporasi, *vice-versa*.

TABEL 4.31
RINGKASAN HASIL UJI PERBEDAAN DETERMINAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PMA VS PMDN MODEL DINAMIS FAMA & FRENCH

DETERMINAN STRUKTUR MODAL	STATUS PERUSAHAAN PMA		STATUS PERUSAHAAN PMDN	
	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN
INTERCEPT	21,27675	SIG	6,89947	SIG
EBIT TO ASSETS	-0,20715	SIG	-0,18083	SIG
MVEQUITY	0,00652	NONSIG	0,00807	SIG
SIZE OF ASSETS	-1,90082	NONSIG	0,44324	SIG
COLLATERAL ASSET	-0,03807	NONSIG	-0,08732	SIG
CORPORATE TAX	-0,24948	NONSIG	0,00532	NONSIG
DIVIDEND	-0,02225	SIG	0,48088	NONSIG
INVESTED CAPITAL	0,12743	NONSIG	-0,49379	NONSIG
TARGET LEVERAGE	0,84182	SIG	0,84221	NONSIG
R^2 Adjusted	0,7916		0,6770	

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008 SIG = Signifikan, NONSIG = Tidak signifikan
Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 4.31 menyajikan hasil uji pajak korporasi (hipotesis 6) kedua status perusahaan tidak signifikan mempengaruhi struktur modal dinamis.

Hasil pengujian statistik untuk rasio *common stock dividends* terhadap nilai pasar ekuitas $(DIV/MVE)_{T-1}$ yang disajikan pada Tabel 4.30 memperlihatkan koefisien regresi variabel ini bertanda negatif namun tidak signifikan; yang berarti belum cukup bukti menunjukkan peluang investasi dan pembayaran dividen tahun lalu berpengaruh negatif terhadap rasio hutang korporasi (hipotesis 13a dan hipotesis 14). Namun, pada hasil pengujian perbedaan pengaruh masing-masing status perusahaan seperti yang disajikan pada Tabel 4.31 memperlihatkan hasil yang berbeda, dimana peluang investasi dan pembayaran dividen satu tahun sebelumnya berpengaruh signifikan terhadap struktur modal dinamis korporasi dengan koefisien arah yang berbeda tanda. Pada perusahaan PMA, peluang investasi dan pembayaran dividen tahun lalu berpengaruh negatif, namun pada perusahaan PMDN variabel rasio *common stock dividends to market valuation* ini berpengaruh positif terhadap struktur modal dinamis. Pembayaran dividen dan investasi pada instrumen keuangan PMA yang tinggi tahun lalu mengakibatkan PMA menurunkan rasio hutang korporasinya. Sementara pada perusahaan PMDN meningkatnya rasio hutang korporasi tahun ini dapat disebabkan oleh pembayaran dividen dan peluang investasi yang besar tahun lalu. Hasil uji statistik menunjukkan *invested capital* sebagai proksi biaya riset dan pengembangan serta *uniqueness* tidak signifikan berpengaruh terhadap struktur modal dinamis perusahaan PMA dan PMDN (lihat Tabel 4.31).

Pengujian statistik yang disajikan pada Tabel 4.30 menunjukkan bukti yang cukup bahwa struktur modal dinamis PMA dan PMDN sangat dipengaruhi positif oleh besarnya *target leverage* tahun sebelumnya.

Penelitian ini juga menguji apakah variabel organisasi industri (*market share*) memoderasi hubungan investasi dengan struktur modal dinamis. Hasil uji disajikan pada Tabel 4.32 di bawah ini, dimana pangsa pasar yang diraih tahun lalu tidak signifikan memoderasi pengaruh investasi terhadap struktur modal dinamis PMA dan PMDN.

TABEL 4.32
TEKNIK COCHRANE-ORCUTT UNTUK PENYELESAIAN DAN
PENGUJIAN MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL PMA & PMDN
MARKET SHARE SEBAGAI VARIABEL MODERATOR

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.795600127				
Adjusted R ²	0.789157724				
Standard Error	11.87143168				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	191445.8008	17404.16371	123.4943147	4.311E-113
Residual	349	49184.88067	140.9308902		
Total	360	240630.6814			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	15.46222984	4.587053453	3.370841433	0.000833299	Signifikan
(EBIT/A)t-1	-0.21664367	0.065200739	-3.32271797	0.000985878	Signifikan
(MVEQ)t-1	0.006774932	0.002877956	2.354077272	0.019122461	Signifikan
(CVA)t-1	-0.08296001	0.022312855	-3.71803674	0.000233819	Signifikan
(SIZE)t-1	0.470626636	0.084707877	5.55587808	5.4883E-08	Signifikan
LOG(INV)t-1	-1.34567858	0.701986539	-1.91695781	0.056059544	Signifikan
(TAX)t-1	-0.02270300	0.08787504	-0.25835551	0.79628484	Tdk signifikan
(DIV/MVE)t-1	-0.02327476	0.016475726	-1.41266977	0.158643977	Tdk signifikan
(INVCAP)t-1	0.0317048	0.033313424	0.951712444	0.341901471	Tdk signifikan
(LEV)t-1	0.86747773	0.029555343	29.35096162	2.82209E-96	Signifikan
(MRKSHRE)t-1	-0.02578604	0.129099139	-0.19973827	0.841801609	Tdk signifikan
MRKSHR*INV	0.003951486	0.021367445	0.184930178	0.853391219	Tdk signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 4.32 memberikan bukti pada taraf uji $\alpha = 0,10$ bahwa keputusan investasi tahun lalu memberikan pengaruh negatif terhadap struktur modal dinamis perusahaan. Sedangkan dividen tahun lalu tidak signifikan mempengaruhi rasio hutang saat ini.

Tabel 4.33 menunjukkan keputusan investasi dan pembayaran dividen tahun lalu perusahaan PMA berpengaruh pada struktur modal dinamisnya, sementara perusahaan PMDN tidak signifikan. Hasil ini berimplikasi pada perusahaan-perusahaan PMA yang memiliki proyek-proyek investasi besar dan membayarkan dividen tinggi periode tahun sebelumnya, cenderung mengurangi kebutuhan kas periode tahun berikutnya, sehingga menolak penambahan hutang. Sementara walaupun tidak signifikan, namun pada perusahaan PMDN pembayaran dividen yang besar pada periode lalu akan meningkatkan kebutuhan kas periode tahun berikutnya dan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar.

TABEL 4.33
RINGKASAN HASIL UJI PERBEDAAN STRUKTUR MODAL DINAMIS
PERUSAHAAN PMA VS PMDN

DETERMINAN STRUKTUR MODAL	STATUS PERUSAHAAN PMA		STATUS PERUSAHAAN PMDN	
	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN
INTERCEPT	17.19873	NONSIG	11,74551	NONSIG
EBIT TO ASSETS	-0,26075	SIG	-0,16238	SIG
MVEQUITY	0,00597	NONSIG	0,00905	SIG
SIZE OF ASSETS	1,77866	NONSIG	0,42771	SIG
COLLATERAL ASSET	-0,05150	NONSIG	-0,08062	SIG
CORPORATE TAX	-0,06038	NONSIG	-0,00739	NONSIG
INVESTMENT	-3,97325	SIG	-1,00217	NONSIG
DIVIDEND	-0,02864	SIG	0,37452	NONSIG
INVESTED CAPITAL	0,07129	NONSIG	-0,38464	NONSIG
TARGET LEVERAGE	0,83235	SIG	0,84210	SIG
MARKET SHARE	-0,06605	NONSIG	0,35385	NONSIG
MRKSHARE*INV	0,01810	NONSIG	-0,04833	NONSIG
<i>R² Adjusted</i>	0,7963		0,6770	

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

SIG = Signifikan, NONSIG = Tidak signifikan

Pengujian Hipotesis 19: Tingkat Leverage Optimum Relatif Terhadap Rata-Rata Leverage Industri PMA lebih rendah dibandingkan PMDN

Bagian ini menguji perbedaan tingkat *leverage* optimum relatif terhadap rata-rata tingkat *leverage* kedua status perusahaan, yang diselesaikan dengan pengujian model dinamis permukaan respon ordo dua seperti yang disajikan pada Tabel 4.34 berikut ini:

TABEL 4.34
PENGUJIAN MODEL DINAMIS PERMUKAAN RESPON ORDO DUA
STRUKTUR MODAL PMA & PMDN

R Square	0.752147				
Adjusted R ²	0.746514				
Standard Error	11.885548				
Observations	361				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significane F</i>
Regression	8	150900.4741	18862.55926	133.524886	9.6045E-102
Residual	352	49725.71815	141.266245		
Total	360	200626.1922			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	22.676951	6.255643	3.625039	0.000332	Signifikan
(LEVM) _{t-1}	0.824068	0.033280	24.761695	4.2625E-79	Signifikan
(EBIT/A) _{t-1}	-0.577640	0.137671	-4.195810	3.446E-05	Signifikan
(MVEQ) _{t-1}	0.007126	0.002936	2.426955	0.015727	Signifikan
(SIZE) _{t-1}	0.151524	0.054695	2.770351	0.005897	Signifikan
LOG(INV) _{t-1}	-2.232743	1.012123	-2.205999	0.028030	Signifikan
(MRKSHRE) _{t-1}	0.015957	0.038381	0.415769	0.677832	Tdk signifikan
KUADRAT EBIT	0.008066	0.002189	3.685063	0.000265	Signifikan
DUMMY	-3.423843	2.397188	-1.428275	0.141099	Signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Perhitungan Titik Optimum *Market Leverage* Industri didasarkan pada besaran berikut:

KONDISI	RATA-RATA INDUSTRI
LEVM _{t-1}	41.21
EBIT/At-1	35.81
MVEQt-1	184.38
SIZE _{t-1}	10.71
LOG(INV) _{t-1}	5.29
MRKSHRE _{t-1}	22.15
LEVM_t Optimum	36.06

Tabel 4.34 di atas menyajikan pengujian statistik terhadap hipotesis penelitian 18 yang mempostulasikan bahwa tingkat *leverage* perusahaan multinasional (PMA) lebih rendah daripada tingkat *leverage* perusahaan domestik (PMDN). Hasil uji menunjukkan koefisien regresi variabel DUMMY bertanda negatif dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,15$ dan memberi arti ada perbedaan yang signifikan antara tingkat *leverage* kedua status perusahaan tersebut (PMA = 1; PMDN = 0). Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis penelitian 18. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perbedaan rasio nilai pasar hutang atas aktiva (*market leverage*) perusahaan PMA adalah lebih *rendah* sekitar 3.42% dari rasio nilai pasar hutang perusahaan PMDN.

Selanjutnya untuk menguji hipotesis penelitian 19 di atas, dilakukan dengan perbandingan titik optimum *market leverage* PMA dengan titik optimum *market leverage* PMDN, setelah terlebih dahulu mensubstitusikan besaran rata-rata industri masing-masing status perusahaan ke dalam estimasi persamaan model permukaan respon ordo dua struktur modal dinamis, seperti yang tersaji pada Tabel 4.34 maka perhitungan titik optimum untuk *market leverage* perusahaan PMA didasarkan pada besaran berikut:

KONDISI	RATA-RATA INDUSTRI
LEVMt-1	39.30
EBIT/At-1	17.26
MVEQt-1	201.37
SIZEt-1	6.03
LOG(INV)t-1	4.20
MRKSHREt-1	21.82
LEVMt Optimum	37.39

Angka ini menunjukkan *market leverage* optimum relatif terhadap rata-rata industri *market leverage* PMA sebesar 37.39%, sebagai target nilai pasar hutang optimal (*minimum relatif*) yang perlu dicapai atau dipertahankan oleh perusahaan PMA. Target

nilai pasar hutang optimal dinamis relatif PMA ini (37.39%) berada di atas target nilai pasar struktur modal optimal jangka panjang (*minimum absolut*) untuk seluruh industri PMA dan PMDN (36,06%).

Sedangkan perhitungan titik optimum untuk *market leverage* perusahaan PMDN didasarkan pada besaran berikut:

KONDISI	RATA-RATA INDUSTRI
LEV _{Mt-1}	42.84
EBIT/A _{t-1}	18.62
MVEQ _{t-1}	169.91
SIZE _{t-1}	14.70
LOG(INV) _{t-1}	6.21
MRKSHRE _{t-1}	22.44
LEV_{Mt} Optimum	39.95

Angka ini menunjukkan *market leverage* optimum relatif PMDN sebesar 39.95%, sebagai target nilai pasar hutang optimal (*minimum relatif*) dinamis yang perlu dicapai atau dipertahankan oleh PMDN. Target nilai pasar hutang optimal dinamis relatif PMDN ini (39.95%) berada di atas target nilai pasar struktur modal optimal dinamis jangka panjang (*minimum absolut*) untuk seluruh industri PMA dan PMDN (36,06%).

Selanjutnya pengujian hipotesis 19 dilakukan dengan uji perbedaan nilai tengah dua populasi dengan asumsi kedua varians populasi dianggap sama ($\sigma^2_{PMA} = \sigma^2_{PMDN}$).

Hipotesis statistik dinyatakan:

H₀ : *Leverage* optimum PMA **tidak berbeda** dengan *Leverage* optimum PMDN

H_A : *Leverage* optimum PMA **lebih rendah** dari *Leverage* optimum PMDN

Ringkasan hasil pengujian tersaji pada Tabel 4.35 berikut ini:

TABEL 4.35
HASIL PENGUJIAN PERBEDAAN *LEVERAGE* OPTIMUM PMA VS PMDN

	STATUS PERUSAHAAN	
	PMA	PMDN
LEVERAGE OPTIMUM	37,39	39,35
RATA-RATA LEVERAGE	38,65	42,02
STANDAR DEVIASI	24,92	22,38
OBSERVASI (N)	166	195
STANDAR DEVIASI GABUNGAN	23,58	
Z-HITUNG	-0,7871	
Z-TABEL	-1,96	
PENOLAKAN HO	TIDAK SIGNIFIKAN	

Berdasarkan hasil uji hipotesis statistik di atas yang tidak cukup bukti menunjukkan ada perbedaan signifikan antara rasio hutang optimum PMA dengan rasio hutang optimum PMDN, maka disimpulkan hipotesis 19 penelitian ini ditolak (tidak terbukti).

Pengujian Hipotesis 22: *Trade-Off Theory* atau *Pecking Order Theory*

Seperti yang telah dikemukakan pada Bab-Bab sebelumnya, bahwa ada dua kerangka teori yang mendasari keputusan mengenai struktur modal, yaitu teori “trade-off ” dan teori “pecking order”. Validitas pengujian teori *trade-off* ditunjukkan oleh kecenderungan perusahaan-perusahaan melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimum jangka panjang ketika *leverage* perusahaan berada di atas *leverage* optimal industrinya, sedangkan validitas teori *pecking order* ditunjukkan oleh kecenderungan prioritas pendanaan internal ketika *leverage* perusahaan berada di bawah *leverage* optimal industrinya. Maka untuk menguji validitas kedua teori tersebut, penelitian ini menguji selisih nilai tengah tingkat *leverage* masing-masing status perusahaan terhadap nilai *leverage* optimum jangka panjang untuk seluruh industri PMA dan PMDN (36,06%), dengan hipotesis statistik sebagai berikut:

H0: Probabilitas ($LEV_j > LEV^*$) = 0,5 lawan HA: Probabilitas ($LEV_j > LEV^*$) > 0,5

dengan statistik uji $Z_{hit} = (LEV_j - LEV^*) / S / \sqrt{N} \sim Z_{\alpha/2}$.

Konsekuensi penolakan H0 adalah menerima hipotesis “trade-off theory”, sedangkan bila H0 tidak dapat ditolak maka konsekuensi logis adalah menolak “trade-off theory” dan menerima kerangka teori “pecking order”.

TABEL 4.36
HASIL PENGUJIAN VALIDITAS *TRADE-OFF THEORY*

PARAMETER	STATUS PERUSAHAAN	
	PMA	PMDN
LEVERAGE OPTIMUM	36,06	36,06
RATA-RATA LEVERAGE	38,65	42,02
STANDAR DEVIASI	24,92	22,38
ZHITUNG	1,01	3,73
P-VALUE	0,156	0,000
TARAF UJI (α)	$0,05 \leq \alpha \leq 0,15$	$0,05 \leq \alpha \leq 0,15$
PENOLAKAN H0	TIDAK SIGNIFIKAN	SIGNIFIKAN

Hasil pengujian menyimpulkan cukup beralasan mengatakan perusahaan-perusahaan PMDN melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya mengarah pada validitas *trade-off theory*. Sebaliknya, perusahaan PMA di Indonesia mengarah pada validitas *pecking order theory*.

TABEL 4. 37
RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS-HIPOTESIS PENELITIAN
MODEL KONVENSIONAL, MODEL STRUKTURAL, DAN MODEL DINAMIS
STRUKTUR MODAL *ALL FIRMS*, PMA DAN PMDN

HIPOTESIS PENELITIAN	HASIL UJI HIPOTESIS PENELITIAN
PROFITABILITAS <i>Hipotesis 1</i>	DITERIMA Profitabilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , PMA, dan PMDN untuk seluruh model empiris penelitian ini.
BIAYA KEAGENAN <i>Hipotesis 2</i>	DITERIMA Rasio utilisasi aktiva sebagai inversi biaya keagenan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> dan PMA, namun tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN.
BIAYA KEBANGKRUTAN (EARNING VOLATILITY) <i>Hipotesis 3</i>	DITERIMA Biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , PMA, namun tidak signifikan pada PMDN.

UKURAN PERUSAHAAN <i>Hipotesis 4</i>	DITERIMA Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> dan PMDN, namun tidak signifikan terhadap rasio hutang PMA.
PERTUMBUHAN AKTIVA <i>Hipotesis 5</i>	DITERIMA Pertumbuhan aktiva berpengaruh negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , PMA dan PMDN.
PAJAK KORPORASI <i>Hipotesis 6</i>	DITOLAK Pajak korporasi tidak berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , PMA, dan PMDN. Pengaruh negatif pajak korporasi yang tidak signifikan ditunjukkan oleh <i>all firms</i> dan PMA.
AKTIVA BERWUJUD (COLLATERAL ASSETS) <i>Hipotesis 7</i>	DITERIMA CVA berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , dan PMDN. Kreditur akan memberikan pinjaman yang besar bila ada jaminan aktiva yang besar. Namun pada PMA walaupun CVA tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang; hal ini mengindikasikan fenomena <i>moral hazard</i> dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan-perusahaan PMA yang tidak bergantung pada besar-kecilnya aktiva berwujud yang dapat dijadikan agunan.
RISIKO BISNIS <i>Hipotesis 8</i>	INKONKLUSIF Risiko bisnis inkonklusif berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> , PMA, dan PMDN untuk model struktural struktur modal. Namun pada model konvensional ditunjukkan risiko bisnis <i>all firms</i> & PMA berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang.
PENERBITAN EKUITAS <i>Hipotesis 9</i>	DITOLAK Kecuali pada PMDN, penerbitan ekuitas tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> dan PMA. Potensi konflik keagenan antara <i>shareholders</i> dengan <i>debtholders</i> signifikan terjadi pada PMDN.
BIAYA AGEN - INVESTASI <i>Hipotesis 10</i>	DITOLAK Kecuali pada PMA; rasio utilisasi aktiva tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap investasi. Dengan kata lain biaya keagenan <i>all firms</i> dan PMDN tidak signifikan berpengaruh positif terhadap investasi.
BIAYA AGEN - DIVIDEN <i>Hipotesis 11a</i>	DITOLAK Rasio utilisasi aktiva tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen <i>all firms</i> , PMA dan PMDN.
KEBANGKRUTAN – DIVIDEN <i>Hipotesis 11b</i>	DITOLAK Biaya kebangkrutan tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen <i>all firms</i> , dan PMA. Namun biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang PMDN. Semakin tinggi peluang kegagalan keuangan PMA semakin besar tuntutan untuk membayarkan dividen dari para pemegang saham.

<p>INVESTASI – DIVIDEN <i>Hipotesis 12</i></p>	<p>DITERIMA Investasi berpengaruh signifikan negatif terhadap dividen, dan dividen menjembatani pengaruh investasi terhadap rasio hutang.</p>
<p>INVESTASI <i>Hipotesis 13</i></p>	<p>INKONKLUSIF Investasi inkonklusif berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMA untuk model konvensional dan model struktural struktur modal. Namun, investasi berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i>, PMA & PMDN untuk model struktural struktur modal dimana <i>market share</i> diukur dengan <i>measurement error</i>.</p>
<p>DIVIDEN <i>Hipotesis 14</i></p>	<p>DITOLAK Dividen tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i> dan PMA, namun berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang PMDN.</p>
<p>DIVIDEN MENJEMBATANI PENGARUH INVESTASI DAN BIAYA KEAGENAN TERHADAP RASIO HUTANG <i>Hipotesis 15</i></p>	<p>DITERIMA Dividen signifikan menjembatani pengaruh investasi dan biaya keagenan terhadap rasio hutang PMA dan PMDN, namun tidak signifikan untuk <i>all firms</i>. Struktur modal PMA mengikuti pola yang sesuai dengan <i>agency cost hypothesis (substitute)</i>, sedangkan struktur modal PMDN mengikuti pola yang sesuai dengan <i>financial distress cost hypothesis (complement)</i>.</p>
<p>BIAYA KEAGENAN DAN BIAYA KEBANGKRUTAN ANTARA PMA DAN PMDN BERBEDA <i>Hipotesis 16</i></p>	<p>DITERIMA -Perbedaan rasio utilisasi aktiva PMA dengan PMDN berpengaruh signifikan positif terhadap perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN. Semakin positif perbedaan rasio utilisasi aktiva maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN. Rasio utilisasi aktiva PMA lebih tinggi daripada rasio utilisasi aktiva PMDN. -Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN dipengaruhi signifikan negatif oleh perbedaan biaya kebangkrutan. Sensitivitas rasio hutang terhadap biaya kebangkrutan PMA lebih besar daripada sensitivitas rasio hutang PMDN; semakin besar biaya kebangkrutan akan semakin rendah rasio hutang PMA, dan akan semakin lebar perbedaan rasio hutang dengan PMDN.</p>
<p>PERUSAHAAN PMA DENGAN TINGKAT PERTUMBUHAN AKTIVA TINGGI MEMBAYAR DIVIDEN LEBIH RENDAH DIBANDINGKAN PMDN <i>Hipotesis 17</i></p>	<p>DITERIMA PMA dengan pertumbuhan aktiva tinggi membayar dividen lebih rendah daripada PMDN ketika rasio hutang PMA lebih tinggi daripada rasio hutang PMDN.</p>
<p>TINGKAT <i>LEVERAGE</i> PMA LEBIH RENDAH DARIPADA TINGKAT <i>LEVERAGE</i> PMDN <i>Hipotesis 18</i></p>	<p>DITERIMA Rasio hutang PMA <i>lebih rendah</i> daripada rasio hutang PMDN. Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN dipengaruhi signifikan oleh perbedaan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan, risiko bisnis, kebergantungan pada <i>collateral assets</i>, perbedaan investasi, dan pembayaran dividen sebagai substitusi hutang.</p>

<p>TINGKAT <i>LEVERAGE</i> OPTIMUM PMA LEBIH RENDAH DARIPADA TINGKAT <i>LEVERAGE</i> OPTIMUM PMDN <i>Hipotesis 19</i></p>	<p>DITOLAK Rasio hutang optimum PMA tidak signifikan lebih rendah daripada rasio hutang optimum PMDN.</p>
<p>ORGANISASI INDUSTRI BERPENGARUH TERHADAP STRUKTUR MODAL DAN KEPUTUSAN INVESTASI <i>Hipotesis 20</i></p>	<p>INKONKLUSIF Pangsa pasar sebagai cerminan konsentrasi industri inkonklusif berpengaruh signifikan positif terhadap investasi dan rasio hutang perusahaan. Pangsa pasar berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang PMA, namun berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang PMDN. Sementara tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang <i>all firms</i>.</p>
<p>ORGANISASI INDUSTRI MEMODERASI HUBUNGAN KAUSALITAS ANTARA INVESTASI DENGAN STRUKTUR MODAL <i>Hipotesis 21</i></p>	<p>DITERIMA Interaksi pangsa pasar dengan investasi perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang <i>all firms</i>, PMA dan PMDN untuk model struktural struktur modal dimana pangsa pasar diukur dengan <i>measurement error</i>. Sedangkan untuk model struktural struktur modal pangsa pasar signifikan memoderasi negatif hubungan kausalitas investasi dengan rasio hutang PMA. Namun, pangsa pasar tidak signifikan memoderasi pengaruh rasio hutang terhadap investasi <i>all firms</i> dan PMDN.</p>
<p>VALIDITAS <i>TRADE-OFF THEORY</i> <i>Hipotesis 22</i></p>	<p>DITERIMA PMA tidak melakukan penyesuaian ke target rasio hutang optimal jangka panjangnya ketika rasio hutang berada diatas rasio hutang optimum industrinya (mengarah pada teori <i>pecking order</i>), namun ada kecenderungan PMDN melakukan penyesuaian ke target rasio hutang optimal jangka panjangnya (mengarah pada teori <i>trade-off</i>).</p>

BAB V

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Bab ini membahas tentang temuan hasil penelitian yang dikaitkan dengan teori yang mendasarinya, rasionalitas dari hasil temuan dan hubungannya dengan studi-studi atau penelitian terdahulu tentang struktur modal statis maupun dinamis. Pembahasan dimulai dari mengungkapkan hasil pengembangan model dan mengungkapkan hasil-hasil pengujian hipotesis penelitian dari model konvensional determinan struktur modal, dilanjutkan dengan telaah hasil-hasil pengujian hipotesis penelitian dari model persamaan struktural struktur modal dan model dinamis struktur modal.

5.1 Pembahasan Hasil Pengembangan Model Penelitian

Fokus model penelitian ini berkaitan dengan hasil studi empiris yang dilakukan Panno (2003), Mao (2003), Deshmukh (2005), Pawlina & Renneboog (2005), serta Chen, Guo & Mande (2006) yang mengungkapkan adanya hubungan simultan antara biaya keagenan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen dalam mempengaruhi struktur modal perusahaan. Kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh informasi asimetris, *equity market timing*, dan biaya keagenan dipertimbangkan sebagai variabel *intervening* yang menjembatani pengaruh kebijakan investasi pada kebijakan hutang perusahaan, dalam konteks hubungan simultanitas yang tertuang dalam sebuah model sistem persamaan struktural struktur modal.

Berdasarkan *goodness of fit* dapat disimpulkan bahwa model empiris struktural struktur modal yang dikembangkan cukup layak untuk menguji hipotesis penelitian. Model tersebut mengungkapkan informasi lebih (*parsimony*) dibandingkan model konvensional struktur modal. Koefisien determinasi (R^2) model yang tinggi menambah

goodness of fit untuk menguji peranan kebijakan dividen, keputusan investasi pada kebijakan struktur modal korporasi. Model mampu menjelaskan kebijakan dividen menjembatani hubungan kebijakan investasi dengan kebijakan hutang dalam perspektif teori keagenan. Model juga dapat mengungkapkan *market share* sebagai variabel moderasi yang memberikan efek berbeda-beda antara perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik dalam membuat keputusan struktur modal optimalnya. Semakin terkonsentrasi industri semakin signifikan pengaruh investasi terhadap rasio hutang perusahaan (Kovenock & Phillips, 1997; Lord & Farr, 2003; dan Kim & Lyn, 2005).

Pengembangan model dinamis struktur modal juga mampu mengungkapkan kaitan *equity market timing* dengan struktur modal seperti yang dieksplisitkan Fama & French (2000), dan Baker & Wurgler (2002). *Market valuation* yang tinggi mendorong manajer menerbitkan sekuritas, dan menolak pembiayaan dengan hutang seperlunya untuk memperbaiki *target leverage* optimum (Zwiebel, 1996; Strebulaev, 2003).

5.2 Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis

Sub bab ini membahas tentang hasil pengujian hipotesis penelitian 1 sampai dengan hipotesis penelitian 22, yang dikaitkan dengan teori-teori yang melandasinya, rasionalitas dari hasil pengujian hipotesis-hipotesis tersebut dan hubungannya dengan riset-riset tentang struktur modal terdahulu.

Hasil penelitian ini berhasil mengungkap pengaruh determinan struktur modal terhadap rasio hutang korporasi *all firms*, PMA, dan PMDN yang tertuang pada model konvensional determinan struktur modal, model struktural struktur modal, dan model dinamis struktur modal yang tersaji pada ringkasan hasil pengujian hipotesis-hipotesis penelitian berikut ini:

TABEL 5.1
RINGKASAN HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

No	HIPOTESIS PENELITIAN	HASIL
H1	Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H2	Biaya keagenan yang diproksi oleh rasio utilisasi aktiva berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H3	Biaya kebangkrutan yang diproksi oleh <i>volatilitas earning</i> berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H4	Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H5	Tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H6	Pajak korporasi berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Ditolak
H7	<i>Collateral assets</i> berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H8	Risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Inkonklusif
H9	Penerbitan ekuitas (<i>market valuation</i>) berpengaruh negatif terhadap tingkat <i>leverage</i> (terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pihak kreditur).	Ditolak
H10	Biaya keagenan berpengaruh positif terhadap investasi.	Ditolak
H11a	Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap dividen.	Ditolak
H11b	Informasi asimetris yang diproksi oleh <i>volatilitas earning</i> berpengaruh negatif terhadap dividen.	Ditolak
H12	Investasi berpengaruh negatif terhadap dividen.	Diterima
H13a	Investasi berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Inkonklusif
H13b	Tingkat <i>leverage</i> berpengaruh positif terhadap investasi.	Inkonklusif
H14	Dividen berpengaruh positif terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Ditolak
H15	Dividen dapat menjembatani (<i>intervening</i>) pengaruh biaya keagenan dan investasi terhadap tingkat <i>leverage</i> .	Diterima
H16	Ada perbedaan biaya keagenan dan biaya kebangkrutan antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN.	Diterima
H17	Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.	Diterima
H18	Tingkat <i>leverage</i> perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat <i>leverage</i> perusahaan PMDN.	Diterima
H19	Tingkat <i>leverage</i> optimum relatif terhadap tingkat rata-rata <i>leverage</i> industri perusahaan PMA lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.	Ditolak
H20	Organisasi industri berpengaruh terhadap struktur modal dan keputusan investasi perusahaan.	Inkonklusif
H21	Organisasi industri memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal.	Diterima
H22	Perusahaan-perusahaan cenderung melakukan penyesuaian ke target <i>leverage</i> optimum jangka panjangnya ketika tingkat <i>leverage</i> perusahaan berada di atas <i>leverage</i> optimum industrinya.	Diterima

5.2.1 Pembahasan Hipotesis 1: Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang

Hipotesis 1 menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif pada rasio hutang perusahaan. Hipotesis ini digunakan untuk menjawab *pecking order hypothesis* pada pertanyaan penelitian pertama dan keempat. Teori *pecking order* menunjukkan jika sebuah perusahaan lebih *profitable* maka pendanaannya lebih banyak berasal dari sumber-sumber internal. Sugeng Wahyudi (2005) mengutip Weston & Copeland (1997) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah sedikit. Sementara perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi karena alasan dana internal yang tidak memadai dan hutang menjadi sumber dana eksternal yang lebih disukai daripada modal sendiri. Baskin (1989) berpendapat bahwa semakin *profitable* sebuah perusahaan diharapkan semakin memiliki pendanaan internal yang lebih tinggi. Oleh karena itu, teori *pecking order* menyatakan bahwa profitabilitas memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang (Myers, 1984; Ozkan, 2001; Klein *et al*, 2002; Cassar & Holmes, 2003, dan Akhtar, 2005).

Tabel 4.2.A, Tabel 4.2.B dan Tabel 4.3 yang tersaji pada Bab IV sebelumnya memperlihatkan bahwa perusahaan PMA yang memiliki rata-rata profitabilitas (17,24%) yang lebih tinggi daripada rata-rata profitabilitas PMDN (13,15%); menggunakan hutang lebih rendah. Tabel 4.4.A menunjukkan bukti ada sebanyak 65 % dari perusahaan PMA yang kurang *profitable* memiliki rasio hutang tinggi. Sebaliknya ada sebanyak 89 % perusahaan PMA yang memiliki daya profit tinggi memiliki rasio hutang rendah. Demikian juga Tabel 4.4.B menunjukkan ada sebanyak 85 % dari perusahaan PMDN yang memiliki daya profit tinggi cenderung memiliki rasio hutang rendah. Disisi lain, ada sebanyak 77 % dari perusahaan PMDN yang kurang *profitable* memiliki rasio hutang

tinggi. Secara deskriptif bukti-bukti tersebut menunjukkan bahwa perusahaan PMA dan PMDN (*all firms*) di Indonesia memiliki rasio hutang yang tinggi ketika daya profit korporasi rendah. Deskripsi ini secara implisit menunjukkan konteks kultural sosial seperti sikap, kepercayaan, nilai-nilai yang dianut dan tradisi yang tertanam kemungkinan turut mempengaruhi perilaku pihak manajemen PMA dan PMDN dalam membuat keputusan struktur modal korporasinya.

Kesan “besar pasak daripada tiang” lebih nampak pada perusahaan PMDN dibanding perusahaan PMA. Kesan ini mungkin disebabkan konteks kultural masyarakat Asia yang *collectivist* lebih mengandalkan komunikasi informal (ekspresi verbal rendah) dalam berbagai tahap aktivitas pihak manajemen PMDN dalam membuat keputusan struktur modal korporasinya. Konsekuensinya, ketika manajer PMDN dihadapkan pada kontrak perjanjian hutang dengan kreditur atau *debtholder* yang karakteristik kulturalnya serupa, maka para pihak (manajer dan kreditur) lebih memahami pandangan masing-masing dan prosedur-prosedur relasional di antara mereka. Keadaan ini membuat perusahaan-perusahaan PMDN lebih mudah memperoleh/mendapatkan dana hutang dalam jumlah besar. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan PMA yang negara asalnya berkonteks kultural rendah (*individualist*) seperti PMA yang *home country* di Amerika, Eropa dan Australia lebih mengandalkan komunikasi formal yang seringkali dikemukakan secara verbal dalam bernegosiasi (Simintiras & Thomas, 1998). Keadaan ini membuat para manajer PMA yang berkonteks kultural rendah terkesan sangat hati-hati dalam menentukan besar pinjaman, jangka waktu pinjaman dan prosedur-prosedur relasional ketika dihadapkan pada kontrak perjanjian hutang dengan pihak kreditur atau *debtholder*. Mereka lebih memilih tingkat *leverage* rendah dengan jangka waktu pinjaman relatif panjang.

Hasil pengujian hipotesis penelitian 1 (*lihat* Tabel 5.1) menunjukkan bukti bahwa profitabilitas sangat berpengaruh negatif terhadap rasio hutang *all firms*, PMA dan PMDN. Hasil ini menunjukkan bahwa ketika daya profit perusahaan rendah hutang dalam jumlah besar dibutuhkan karena dana internal tidak mencukupi, sebaliknya ketika daya profit perusahaan tinggi maka rasio hutang menurun. Profit yang tinggi merupakan sumber pendanaan internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi dan kegiatan operasional perusahaan, termasuk melunasi hutang-hutang perusahaan.

Hasil pengujian hipotesis ini mendukung pendapat Myers (1984), Weston & Copeland (1997), Voulgaris *et al* (2002), Tong & Green (2005) yang berpendapat bahwa perusahaan yang *profitable* lebih memungkinkan menggunakan dana internal dan meminjam dalam jumlah sedikit. Hasil uji ini juga mendukung studi Klein *et al* (2002), Cai & Ghosh (2003), Akhtar (2005), dan Chen & Strange (2006) yang menunjukkan validitas teori *pecking order* bahwa perusahaan memilih sumber pendanaan internal ketika profitabilitas perusahaan cukup memadai (Myers, 1984; Voulgaris *et al*, 2002; Sayilgan *et al*, 2006).

Model dinamis struktur modal pada penelitian ini juga mendukung hasil studi Fama & French (2000), dan Pao & Chih (2005) yang memberikan bukti bahwa daya profit perusahaan yang tinggi pada periode sebelumnya (*lagged profitability*) mendorong perusahaan untuk mengurangi tingkat *leverage* perusahaan periode selanjutnya. Perubahan target *leverage* dari periode ke periode sangat tergantung pada besarnya profit perusahaan periode sebelumnya. Namun, hasil pengujian ini tidak mendukung *refinancing model* Strebulaev (2003) dan *dynamic panel regression model* Gaud *et al* (2005) yang menunjukkan hubungan yang positif antara *lagged profitability* dengan rasio

hutang perusahaan. Dengan demikian, hasil riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan keempat bahwa profitabilitas merupakan determinan utama struktur modal yang memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi, dan mengarahkan korporasi pada validitas teori *pecking order*.

5.2.2 Pembahasan Hipotesis 2: Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang

Hipotesis biaya keagenan dalam penelitian ini diproksi dengan rasio utilisasi aktiva (AUR) yang menunjukkan seberapa efektif pihak manajemen menggunakan asset-asset perusahaan dalam upaya memperoleh *annual sales* perusahaan (Grossman & Hart, 1992; Maloney *et al*, 1993; Eldomiaty *et al*, 2005). Rasio pengelolaan aktiva ini berhubungan dengan pengendalian penggunaan *excess cashflow* berlebih oleh pihak manajemen (agen) pada proyek-proyek investasi dengan NPV negatif yang menyebabkan ketidakefisienan pengelolaan perusahaan oleh manajemen. Perusahaan yang memiliki rasio utilisasi aktiva tinggi mencerminkan pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan dengan baik (Lehn & Poulsen, 1989; Voulgaris *et al*, 2002; dan Akhtar 2005). Penggunaan *free cash flow* untuk proyek-proyek investasi yang produktif menyebabkan keefisienan dalam pengelolaan perusahaan oleh pihak manajemen. Dari paparan ini rasio utilisasi aktiva berhubungan terbalik dengan biaya keagenan.

Hipotesis 2 penelitian ini diuji untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan kedua. Hipotesis 2 penelitian ini menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan, dengan kata lain rasio utilisasi aktiva berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan (Akhtar, 2005). Untuk meningkatkan utilisasi aktiva oleh pihak manajemen ketika muncul persoalan *excess cashflow* dibutuhkan pendanaan melalui

hutang. Jensen & Meckling (1976) menyebutkan pendanaan melalui hutang ini berpotensi menurunkan konflik keagenan, karena manajemen memiliki kewajiban untuk membayar pokok pinjaman beserta bunga pinjaman (*agency cost of debt* tinggi), dengan demikian pihak manajemen akan menggunakan hutang secara optimal. Pada konteks biaya keagenan ini terlihat bahwa biaya agensi hutang berkorelasi positif dengan rasio hutang. Dengan demikian peningkatan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen untuk menekan konflik keagenan berkorelasi positif dengan rasio hutang perusahaan (Mao, 2003; Chung *et al*, 2006), dan berkorelasi negatif dengan biaya keagenan (Lehn & Poulsen, 1989; Pawlina & Renneboog, 2005; Chen *et al*, 2006).

Riset ini memberikan bukti bahwa efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen sebagai inversi biaya keagenan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA, namun tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN. Hal ini berarti ada kecenderungan perusahaan-perusahaan sektor non finansial dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia memilih instrumen hutang untuk menyelesaikan konflik keagenannya. Pendanaan melalui hutang membuat pihak manajemen memiliki kewajiban membayar bunga pinjaman dan mendorong kehati-hatian dalam mengelola aktiva perusahaan. Demikian pula, penerbitan hutang dalam upaya menekan biaya keagenan akan mendorong pihak manajemen untuk memonitoring dirinya agar meningkatkan daya profit perusahaan. Pembiayaan melalui hutang yang tinggi ini menunjukkan signal positif bahwa pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham atau prinsipal terhadap pihak manajemen PMA sudah berjalan efektif, sementara pada PMDN belum berjalan efektif.

Hasil ini menggambarkan PMA cenderung memilih instrumen hutang dibandingkan PMDN dalam mereduksi konflik keagenannya. PMA yang memiliki persoalan *excess cashflow* yang tinggi membutuhkan hutang untuk mengimbangi masalah tersebut.

Pendanaan melalui hutang membuat pihak manajemen PMA memiliki kewajiban membayar bunga pinjaman dan mendorong kehati-hatian dalam mengelola aktiva perusahaannya. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan ketika muncul persoalan *excess cashflow* sebagai suatu mekanisme monitoring yang berpotensi meningkatkan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen, yang pada akhirnya menekan biaya keagenan serendah mungkin (Jensen, 1986). Premis ini sesuai dengan prinsip efisiensi klasik pemikiran Adam Smith (1776) bahwa peningkatan efektivitas utilisasi aktiva melalui penerbitan hutang hendaknya dilaksanakan dengan cara sehemat mungkin dan biaya-biaya keagenan yang terkait dengan penggunaan hutang tersebut tidak lebih tinggi daripada biaya hutang itu sendiri.

Hasil pengujian hipotesis ini memberi dukungan pada statistik deskriptif Tabel 4.6.A dan Tabel 4.6.B yang memperlihatkan rasio utilisasi aktiva signifikan memiliki hubungan positif dengan rasio hutang PMA ($C = 0,17$), namun tidak signifikan berhubungan positif dengan rasio hutang PMDN ($C = 0,073$). Bukti ini ditunjukkan oleh 67 % dari PMA yang memiliki rasio utilisasi aktiva rendah cenderung menggunakan hutang rendah. Sedangkan pada perusahaan PMDN yang memiliki rasio hutang rendah; proporsi memiliki rasio utilisasi aktiva rendah sama dengan proporsi yang memiliki rasio utilisasi aktiva tinggi.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan dukungan pada hasil studi Vera *et al* (2005), Chung *et al* (2006), dan Chen & Strange (2006) yang mengemukakan peningkatan efektivitas pengelolaan aktiva perusahaan melalui peningkatan hutang signifikan menekan konflik keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Demikian juga memperkuat pandangan teori keagenan Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986), dan Grossman & Hart (1992) bahwa penggunaan hutang dapat menekan

konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham yang ditunjukkan melalui hubungan simultan antara kebijakan dividen, keputusan investasi dan kebijakan struktur modal perusahaan dalam upaya mereduksi konflik keagenan ketika muncul persoalan *excess cashflow*. Dengan demikian, berdasarkan uraian di atas hasil riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan kedua bahwa perbedaan sumber pendanaan perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN) dapat dijelaskan oleh biaya keagenan sebagai determinan utama struktur modal, dan perbedaan rasio hutang kedua status perusahaan tersebut menunjukkan cara pandang kedua status perusahaan dalam mereduksi konflik keagenannya berdasarkan perspektif teori keagenan.

5.2.3 Pembahasan Hipotesis 3: Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang

Hipotesis biaya kebangkrutan dalam penelitian ini diproksi oleh volatilitas *earning*. Alasannya volatilitas *earning* berkaitan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan yang berpengaruh pada biaya keagenan hutang (Crutchley & Hansen, 1989). Volatilitas *earning* perusahaan yang tinggi dianggap oleh pasar sebagai hasil kinerja manajemen yang buruk, oleh karenanya perusahaan yang seperti ini sulit untuk mendapatkan dana eksternal. Volatilitas *earning* yang tinggi akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*agency cost of debt*) sehingga *leverage* yang digunakan dalam rangka pengendalian biaya keagenan ekuitas akan berkurang (Crutchley & Hansen, 1989).

Hipotesis 3 ini diuji untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan kedua disamping mengisi *research gap* mengenai isu pengaruh atau hubungan biaya kebangkrutan pada atau dengan struktur modal. Hipotesis penelitian ini menyatakan bahwa struktur hutang korporasi dipengaruhi negatif oleh biaya kebangkrutan (Low & Chen, 2004; Ojah & Manrique, 2005; Vera *et al*, 2005).

Hasil uji empiris yang tersaji pada Tabel 5.1 menunjukkan biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA, namun tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN. Hasil uji ini memberi bukti bahwa biaya kebangkrutan berpengaruh negatif pada *leverage*. Ini menegaskan bahwa keputusan struktur modal tergantung pada ekspektasi biaya kebangkrutan. Chen & Jiang (2001) berdasarkan pada hipotesis *trade-off* dan *pecking order* menyatakan bahwa hasil kinerja manajemen yang buruk karena meningkatnya volatilitas *earning*, mengakibatkan perusahaan-perusahaan mengalami kesulitan untuk mendapatkan tambahan hutang, karena meningkatnya peluang kegagalan keuangan (*financial distress*). Berdasarkan pada studi Chen & Jiang (2001), Crutchley & Hansen (1989), Low & Chen (2004), dan Vera *et al* (2005), hasil penelitian ini seperti tersaji pada Tabel 5.1 mendukung *teori trade off* dan *pecking order* tersebut. Berarti perusahaan-perusahaan sektor non finansial dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia khususnya PMA mampu menurunkan rasio hutang korporasinya ketika volatilitas *earning* (biaya kebangkrutan) meningkat. Sedangkan PMDN tidak signifikan memiliki kemampuan menurunkan rasio hutang korporasinya ketika mengalami kegagalan keuangan (*financial distress*).

Sementara dalam kaitannya dengan *agency theory*, Chen *et al* (2006) dan Mao (2003) mengungkapkan hubungan yang terjadi antara volatilitas *earning* dengan tingkat *leverage* perusahaan adalah positif. Hal ini dikarenakan transitivitas logis pengaruh negatif volatilitas *earning* terhadap investasi perusahaan. Ketika pemegang saham melakukan *risk shifting* untuk membatasi perilaku manajer yang menyimpang dengan menerbitkan hutang, maka ekspektasi biaya kebangkrutan yang diindikasikan meningkatnya volatilitas *earning* menjadi bertambah, mengakibatkan pemegang saham mendesak pembayaran dividen yang tinggi agar kekayaannya bertambah sebagai kompensasi bertambahnya

risiko. Pembayaran dividen yang tinggi ini mengakibatkan pengeluaran untuk proyek-proyek investasi produktif menjadi berkurang. Pembayaran dividen yang tinggi dapat juga berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modalnya tetap optimal. Hubungan positif antara variabilitas *earning* dengan rasio hutang dapat juga dijelaskan melalui efek investasi karena penurunan biaya bunga. Ketika tingkat suku bunga rendah hasrat untuk melakukan investasi dan menerbitkan hutang meningkat. Dalam kondisi seperti ini penggunaan hutang yang tinggi dialokasikan untuk membiayai proyek-proyek investasi produktif perusahaan, sehingga peningkatan investasi dalam kondisi *return on investment* relatif tidak berubah akan berdampak pada kenaikan variabilitas EBIT yang berakibat meningkatnya volatilitas *earning*.

Hasil penelitian ini menunjukkan belum cukup bukti mendukung *agency theory* tersebut. Hasil ini ditunjukkan dengan koefisien regresi volatilitas *earning* pada model empiris struktural struktur modal yang tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen *all firms* dan PMA, namun signifikan negatif berpengaruh terhadap *leverage*.

Namun *agency theory* seperti yang dikemukakan Chen *et al* (2006) dan Mao (2003), dapat dibuktikan secara empiris oleh model dinamis struktur modal penelitian ini yang tersaji pada Tabel 4.29 dan Tabel 4.30 yang menunjukkan hasil pengujian koefisien regresi penerbitan ekuitas ($MVEQ_{T-1}$) sebagai proksi informasi asimetris dan $SIZE_{T-1}$ sebagai proksi peluang kebangkrutan berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi *all firms*, dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$. Rasionalitas hasil penelitian ini dapat dijelaskan dari hasil studi Panno (2003), Ojah & Manrique (2005), dan Supanvanij (2006) yang mengungkapkan bahwa risiko keuangan dan peluang kegagalan berimplikasi positif

pada penerbitan ekuitas. Lebih lanjut, dengan menggunakan proksi SIZE untuk peluang kebangkrutan, dan penerbitan ekuitas untuk proksi informasi asimetris; Panno (2003) dan Chen *et al* (2006) mengungkapkan rasio hutang meningkat sejalan dengan meningkatnya informasi asimetris. Kemungkinan hal ini terjadi karena perbedaan kepentingan antara *insider* (manajer) dengan *outsider* (investor) yang menyebabkan terjadinya biaya keagenan ekuitas. Penerbitan ekuitas akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas (kebutuhan terhadap *outside stock* bertambah) sehingga menambah potensi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Untuk menekan potensi konflik yang lebih besar, Grossman & Hart (1982) dan Jensen (1986) menyarankan penggunaan hutang dapat membantu membatasi konflik tersebut. Biaya keagenan ekuitas terjadi karena manajer cenderung menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan tetapi untuk kepentingan opportunistik. Manajer memiliki hak untuk mengelola perusahaan dan dana investor, yang memungkinkan manajer dapat melakukan *expropriation* (pengambilalihan) dana investor. Penambahan hutang digunakan untuk membiayai emisi saham ketika nilai pasar ekuitas tinggi, atau untuk membeli kembali saham-saham perusahaan (*outside blockholders*) ketika nilai pasar ekuitas rendah.

Shleiver & Vishny (1997) menyarankan cara lain untuk menekan permasalahan tersebut melalui *corporate governance*⁵⁰, yakni mekanisme yang dapat melindungi pihak-pihak minoritas dari pengambilalihan dana investor oleh pihak manajer dan pemegang saham pengendali dengan penekanan pada mekanisme legal.

⁵⁰ *Corporate governance* merupakan suatu elemen kunci dalam meningkatkan hubungan antara pihak manajemen, dewan direksi, pemegang saham, dan *stakeholder* lainnya dalam upaya mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Uraian *corporate governance* tidak dikupas lebih detail dalam pembahasan ini, karena berada diluar fokus penelitian ini.

Berlandaskan pada argumen ini, model dinamis struktur modal penelitian ini mampu mengungkapkan pengaruh positif biaya kebangkrutan terhadap rasio hutang korporasi dalam perspektif teori keagenan seperti yang dikemukakan oleh Mao (2003) dan Chen *et al* (2006). Penerbitan ekuitas (*equity market timing*) periode satu tahun sebelumnya mendorong perusahaan meningkatkan penggunaan hutang tahun berikutnya untuk membatasi kebutuhan terhadap *outside stocks*, dan membantu menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil studi Strebulaev (2003), Pao & Chih (2005), dan Gaud *et al* (2005) yang mengungkapkan hasil temuan bahwa biaya kebangkrutan tidak berpengaruh terhadap struktur modal dinamis. Dengan demikian, pertanyaan penelitian pertama dan kedua berhasil dijawab oleh penelitian ini, karena volatilitas *earning* sebagai cerminan biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi. Sementara perspektif teori keagenan mampu diungkapkan oleh model dinamis struktur modal penelitian ini bahwa $SIZE_{T-1}$ sebagai proksi biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang korporasi.

5.2.4 Pembahasan Hipotesis 4: Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang

Pengujian hipotesis ini selain untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama, juga diarahkan untuk mengisi kesenjangan hasil-hasil temuan (*research gap* ketiga) tentang hubungan ukuran perusahaan dengan rasio hutang. Hipotesis 4 ini menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran aktiva yang lebih besar dan kompleks tidak mengalami kesulitan untuk mendapatkan sumber dana eksternal (pinjaman). Sebaliknya perusahaan dengan ukuran aktiva yang lebih kecil, sedikit mendapatkan sumber dana eksternal. Oleh

karena itu, berlandaskan pada hipotesis *trade-off*, besaran aktiva (*SIZE*) berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi.

Ozkan (2001) menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang memiliki kemampuan untuk mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar. Bukti empiris lain ditunjukkan oleh Lee & Kwok (1988), Bevan & Danbold (2002), dan Low & Chen (2004). Namun studi empiris Kwok & Reeb (2000), Frank & Goyal (2003) menunjukkan bukti sebaliknya, bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang.

Tabel 4.2.A, Tabel 4.2.B dan Tabel 4.3 memperlihatkan secara rata-rata di Indonesia ukuran perusahaan PMA signifikan lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN. Sementara rata-rata rasio hutang perusahaan PMA signifikan lebih rendah daripada rata-rata rasio hutang perusahaan PMDN. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa secara rata-rata perusahaan PMDN di Indonesia yang berukuran besar menggunakan hutang lebih besar dibanding perusahaan PMA. Tabel 4.2.B memperlihatkan bukti awal bahwa ukuran perusahaan PMDN berkorelasi negatif lemah dengan rasio hutang ($r = -0,063$). Bukti ini ditunjukkan oleh kecenderungan perusahaan-perusahaan PMDN berskala kecil yang menggunakan hutang yang tinggi di atas 40% (seperti PT Dynaplast Tbk, PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk, PT Sucaco Tbk, dan PT Lion Mesh Prima Tbk), dan beberapa perusahaan PMDN berukuran besar (seperti PT Gudang Garam Tbk, PT Indosat Tbk, dan PT Telekomunikasi Indonesia Tbk), yang memiliki rasio hutang rendah. Bukti hubungan negatif yang lemah antara rasio hutang dengan ukuran aktiva perusahaan ditunjukkan juga oleh PMA ($r = -0,029$). Statistik deskriptif ini memperlihatkan bahwa ukuran perusahaan berkorelasi negatif dengan *leverage*.

Bukti empiris yang ditunjukkan oleh Tabel 5.1 bahwa besaran aktiva *all firms* berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Hal ini berarti perusahaan-perusahaan besar seperti PT Asahimas Flat Glass Tbk, PT Astra International Tbk, PT Tembaga Mulia Semanan Tbk, PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT United Tractors Tbk mendapat kepercayaan dari pihak kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, karena memiliki kemampuan untuk mengembalikan hutang-hutangnya ketika jatuh tempo. Aktiva yang besar saat ini merupakan sumber jaminan (*collateral assets*) bagi perusahaan untuk memperoleh pinjaman dalam jumlah besar periode waktu selanjutnya. Bukti empiris ini mendukung hasil temuan Fama & French (2002), Bevan & Danbolt (2002), Low & Chen (2004), dan memperkuat temuan Sulistianingsih (2001), Vera *et al* (2005), dan Chevalier *et al* (2006) yang menunjukkan ada kecenderungan di Indonesia, perusahaan domestik besar seperti PMDN menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan jangka panjang lebih besar dibanding multinasional (PMA). Fenomena ini dapat terjadi karena empat alasan; *Pertama*, perusahaan PMDN beraktiva besar tersebut memiliki daya profit yang rendah untuk menopang operasional perusahaan, sehingga menggunakan hutang sebagai pilihan sumber dana eksternal dibanding dengan biaya emisi saham (Myers & Majluf, 1984; Wahyudi, 2005), seperti ditunjukkan PT Mayora Indah Tbk, PT Tunas Baru Lampung Tbk, PT Trias Sentosa Tbk, dan PT Sucaco Tbk. *Kedua*, karena alasan teori *trade-off*; daya profit yang tinggi memungkinkan perusahaan PMDN melakukan peminjaman dalam jumlah besar (*borrow as much as you can get*), karena profit yang tinggi signal kemampuan perusahaan melunasi semua pokok pinjaman beserta bunga hutang ketika jatuh tempo atau pada saat perusahaan dilikuidasi. *Ketiga*, karena alasan ada fasilitas penghematan pajak bagi perusahaan-perusahaan PMDN beraktiva

besar yang menerbitkan hutang dalam jumlah besar; perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi, maka akan memperoleh penghematan pajak atas biaya bunga bila menggunakan hutang (Modigliani & Miller, 1958; Bringham *et al*, 1999) seperti ditunjukkan PT Indofood Sukses Makmur Tbk, PT Humpuss Intermoda Tbk, dan PT Samudera Indonesia Tbk. *Keempat*, karena alasan faktor kultur nasional dan kultur sosial yang melekat pada perilaku manajer PMDN seperti sikap, kepercayaan, nilai-nilai yang dianut, hukum, dan tradisi yang tertanam turut mempengaruhi keputusan struktur modal. Para manajer perusahaan PMDN yang menganut konteks kultural tinggi lebih mengandalkan komunikasi informal dalam bernegosiasi dengan pihak kreditur atau *debtholders*. Oleh karena itu variabel-variabel konteks seperti latar belakang pribadi, asosiasi-asosiasi, nilai-nilai dan posisi di masyarakat sebagaimana dikemukakan oleh Simintiras & Thomas (1998); kemungkinan ikut dipertimbangkan dalam memutuskan besaran dan jangka waktu kontrak perjanjian hutang.

Hasil pengujian model empiris struktural struktur modal dengan melihat status perusahaan (PMA atau PMDN) seperti tersaji pada Tabel 4.14 dan Tabel 4.19 menunjukkan tidak cukup bukti rasio hutang PMA dipengaruhi positif oleh ukuran perusahaan. Walaupun tidak signifikan, bukti ini mengindikasikan PMA beraktivitas kecil dan kurang daya profitnya, tidak menerbitkan hutang dalam jumlah sedikit untuk membiayai proyek-proyek investasi dan ekspansi perusahaan. Perusahaan PMA tersebut kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayarkan dividen, sehingga lebih banyak menggunakan sumberdana eksternal (hutang) untuk membayarkan dividen sebagai upaya *monitoring costs*, seperti yang dikemukakan oleh Barclay, Smith & Morellec (2006).

Sebaliknya, bila dikaitkan dengan biaya politis pada konteks *debt covenant hypothesis*, perusahaan PMA yang memiliki skala aktiva besar dengan risiko rasio hutang atas aktiva yang tinggi akan mengalami kesulitan dalam memperoleh dana tambahan dari pihak kreditur, sebagai akibat mendapat intervensi dari pemerintah dan sorotan publik atau *stakeholder*. Untuk memperoleh dana tambahan dari pihak kreditur tanpa melanggar perjanjian hutang, para manajer memunculkan biaya politik pada manajemen laba atau pengungkapan laporan keuangan perusahaan (Lobo & Zhou, 2001; Halim *et al*, 2005). Biaya politik muncul dikarenakan profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menarik perhatian media dan konsumen. Manajemen perusahaan PMA yang *qualified* akan lebih menyukai kebijakan akuntansi yang dapat menunda pelaporan laba (Watts & Zimmerman, 1986; Lobo & Zhou, 2001; Mukhlisin, 2007). Oleh karena itu, perusahaan-perusahaan PMA berskala aktiva besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah semata-mata menekan munculnya biaya politis atau intervensi yang tinggi dari pemerintah dan *stakeholder* tanpa terancam melanggar perjanjian hutang. Intinya, pada perusahaan PMA berskala aktiva besar manajer memiliki kemungkinan yang lebih besar melakukan *earning management* yang dapat menurunkan pendapatannya sehingga mengurangi kepekaan politik, dibanding manajer perusahaan PMA berskala aktiva kecil (Mukhlisin, 2007).

Pengaruh signifikan positif SIZE pada rasio hutang PMDN ditunjukkan oleh model dinamis struktur modal, yang berarti besaran aktiva periode saat ini memberi petunjuk yang positif pada keputusan struktur modal dinamis PMDN periode tahun mendatang. Hasil uji ini mendukung temuan Fama & French (2002), Baker & Wurgler (2003), dan Gaud *et al* (2005). Demikian juga secara tidak langsung memberi dukungan pada temuan

Mukhlisin (2007) dengan *political cost hypothesis*nya, bahwa perusahaan besar lebih menyukai *earning management* yang memindahkan laporan *earning* periode akan datang ke periode sekarang agar dapat menghasilkan kinerja yang sesuai dengan keinginan kreditur atau *debtholders*.

Sebagai catatan, hasil pengujian ini semakin menunjukkan penting dan relevan menelusuri perilaku determinan struktur modal dengan mempertimbangkan status perusahaan (PMA atau PMDN) dalam upaya mengoptimalkan struktur modal perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia, ketimbang mengabaikan status perusahaan tersebut. Signifikansi hasil pengujian hipotesis 4 ini memberi bukti ketergantungan perusahaan PMDN yang berskala aktiva besar pada sumber pendanaan eksternal (hutang) sangat besar. Hasil ini mengungkap fakta bahwa kekuatan kreditur atau *debtholders* menjadi pendorong bagi manajer dan pemegang saham pengendali perusahaan *all firms* dan/atau PMDN di Indonesia dalam upaya mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Pengelolaan aktiva perusahaan oleh pihak manajemen yang tidak sesuai dengan keinginan pihak kreditur akan berpotensi menimbulkan konflik keagenan antara pihak manajemen dengan pihak kreditur atau *debtholders*. Hasil riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama bahwa ukuran perusahaan merupakan determinan utama struktur modal perusahaan-perusahaan sektor non finansial dan non *whole sale and retail trade* di Indonesia.

5.2.5 Pembahasan Hipotesis 5: Hubungan Pertumbuhan Aktiva dengan Rasio Hutang

Pengujian hipotesis 5 dilakukan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan konsistensi dukungan pada teori *pecking order*. Thies & Klock (1992), demikian juga Gaud *et al* (2005) menggunakan tingkat pertumbuhan aktiva sebagai proksi untuk

menguji konsistensi teori *pecking order*. Mereka menyimpulkan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi memiliki kemampuan untuk mendanai usahanya secara internal, sehingga perusahaan tidak terlalu tergoda untuk mencari sumberdana dari eksternal. Kallapur & Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki rasio hutang yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan alasan untuk memperkecil risiko bisnisnya apabila terjadi kegagalan keuangan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan tumbuh yang memiliki kesempatan yang profitabel dalam mendanai investasinya secara internal, merupakan perusahaan yang menganut teori *pecking order* (Myers & Majluf, 1984).

Statistik deskriptif menggambarkan bahwa konsistensi teori *pecking order* pada perusahaan PMA dan PMDN dideskripsikan oleh hubungan *negatif* antara tingkat pertumbuhan aktiva dengan rasio hutang korporasi. Hasil ini memperlihatkan bahwa perbedaan rasio hutang perusahaan (*all firms*) yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi dengan pertumbuhan aktiva rendah, sebesar -21,93%. Tabulasi silang yang tersaji pada Tabel 4.5.A sebelumnya menunjukkan *growth* berhubungan negatif signifikan dengan rasio hutang korporasi PMA ($C= 0,3956$). Di lain pihak, ditunjukkan oleh Tabel 4.5.B *growth* memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang PMDN ($C= 0,42$). Hasil uji ini membawa konsekuensi pada penerimaan hipotesis 5 penelitian ini, yakni tingkat pertumbuhan aktiva berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Tabel 4.5.A dan Tabel 4.5.B memaparkan kecenderungan perusahaan PMA dan PMDN yang tingkat pertumbuhannya di atas rata-rata pertumbuhannya industrinya memiliki rasio hutang yang rendah. Bukti deskriptif ini mendukung teori *pecking order* Myers & Majluf (1984)

bahwa semakin tinggi *growth* perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih untuk mendanai ekspansi perusahaan dengan modal internal, *vice-versa*.

Hasil pengujian hipotesis 5 ini untuk ketiga model penelitian membuktikan tingkat pertumbuhan aktiva sangat berpengaruh negatif pada rasio hutang perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan-perusahaan PMA dan/atau PMDN di Indonesia yang memiliki tingkat pertumbuhan aktiva tinggi lebih memilih sumber pendanaan internal dalam mendanai proyek-proyek investasinya. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva rendah cenderung memilih sumber pendanaan eksternal (hutang) untuk membiayai kesempatan investasi perusahaan. Sebagian besar laba yang diperoleh dijadikan sebagai sumber pendanaan untuk berinvestasi ketika perusahaan sedang menghadapi pertumbuhan aktiva yang tinggi, namun akan bertumpu pada penerbitan hutang manakala perusahaan menghadapi pertumbuhan aktiva yang rendah. Hasil penelitian ini mendukung teori *pecking order* Myers & Majluf (1984) dan temuan Thies & Klock (1992), Kallapur & Trombley (1999), dan Gaud *et al* (2005).

Hasil uji hipotesis 5 ini juga mendukung teori *pecking order* yang dipaparkan oleh Bhaduri (2002), Tong & Green (2005), dan Deshmukh (2005) yang berargumen bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan aktiva tinggi cenderung membayar dividen rendah. Argumen mereka dapat dijelaskan melalui paparan Pawlina & Renneboog (2005), dan Chen *et al* (2006) dalam konteks hubungan peluang pertumbuhan dengan kehadiran informasi asimetris, menyebutkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan signal positif bagi kesempatan berinvestasi perusahaan. *Excess cashflow* dalam bentuk laba ditahan dialokasikan kembali ke dalam proyek-proyek investasi yang dapat mengangkat nilai ekuitas. Disamping itu, laba ditahan selain

digunakan untuk membiayai emisi saham juga digunakan untuk melunasi hutang-hutang perusahaan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan semakin tinggi kesempatan berinvestasi dan berimplikasi pada semakin rendahnya rasio hutang dan/atau dividen yang dibayarkan perusahaan. Rasionalitas ini menunjukkan bahwa rasio hutang berkorelasi positif dengan pembayaran dividen. Argumen tersebut belum dapat dibuktikan secara empiris oleh model struktural struktur modal penelitian ini yang memperlihatkan tingkat pertumbuhan aktiva tidak signifikan berpengaruh positif terhadap investasi, namun dibuktikan oleh investasi berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Paparan Pawlina & Renneboog (2005) dan Chen *et al* (2006) tersebut dibuktikan oleh penelitian ini, seperti ditunjukkan hasil pengujian model konvensional determinan struktur modal perusahaan PMA dan PMDN dengan *retained earning* sebagai variabel kontrol, seperti tersaji pada Tabel 5.2.A dan Tabel 5.2.B. Perbedaan tingkat pertumbuhan aktiva dan investasi berpengaruh negatif terhadap rasio hutang korporasi. Pada perusahaan PMDN pembayaran dividen berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang, sedangkan pembayaran dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang PMA. Hasil ini memberi bukti bahwa meningkatnya profitabilitas sebagai sumber utama peningkatan laba ditahan, semakin memungkinkan perusahaan PMDN melakukan ekspansi dengan tidak menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan, dan laba ditahan tidak digunakan untuk pembayaran dividen.

Interaksi laba ditahan dengan pembayaran dividen signifikan positif mempengaruhi struktur modal PMDN pada taraf nyata $\alpha = 0,15$. Secara matematis dinyatakan sebagai perubahan rasio hutang sebagai akibat perubahan pembayaran dividen dipengaruhi positif oleh *retained earning*; $\Delta LEV/\Delta DIV = 0,9538 + 5,4161(DRET)$. Pada perusahaan PMDN

yang memiliki *retained earning* tinggi, kenaikan 1% pembayaran dividen akan meningkatkan rasio hutang PMDN sebesar 6,37 %. Sedangkan pada perusahaan PMDN yang memiliki *retained earning* rendah, penurunan 1% pembayaran dividen akan menurunkan 0,95 % rasio hutang PMDN. Kondisi ini menunjukkan perbedaan *retained earning* menyebabkan rasio hutang berkorelasi positif dengan pembayaran dividen (Bhaduri, 2002; Deshmukh, 2005; dan Tong & Green, 2005).

TABEL 5.2.A
PENGUJIAN MODEL KONVENSIONAL DETERMINAN LEVERAGE PMDN
(*RETAINED EARNING* SEBAGAI VARIABEL KONTROL)

Adjusted R ²	55,25 %			
Observations	195			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	Penolakan H0
Intercept	87.7298027	22.0642707	3.97610253	Signifikan
<i>LOG(INV)</i>	-7.2865573	1.82782248	-3.9864688	Signifikan
<i>DIVIDEND</i>	0.95387595	0.40006122	2.38432494	Signifikan
<i>EBIT/A</i>	-0.865997	0.18295016	-4.7335132	Signifikan
AUR	-0.0100633	0.02729309	-0.3687112	Tdk signifikan
EARNVOL	-1.1216827	1.23140974	-0.9108931	Tdk signifikan
DRETAINED	-3.362706	4.5255309	-0.7430523	Tdk signifikan
<i>DGROW</i>	-69.891054	21.5519782	-3.2429067	Signifikan
SIZE	0.19286227	3.47570456	0.05548868	Tdk signifikan
RISKREL	-0.3093785	0.26586553	-1.1636653	Tdk signifikan
<i>MVEQ</i>	-0.0097751	0.00558513	-1.7502009	Signifikan
<i>CVA</i>	0.10075897	0.07439524	1.35437382	Tdk signifikan
TAXPAY	0.00622784	0.01444643	0.43109867	Tdk signifikan
<i>DRET*DIV</i>	5.41613117	3.87916067	1.39621213	Signifikan
<i>DRET*INV</i>	3.47270806	3.6706244	0.94608102	Tdk signifikan
<i>DRET*AUR</i>	0.46485742	0.78964637	0.58869064	Tdk signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Tabel 5.2.A dan Tabel 5.2.B memperlihatkan bahwa sensitivitas perubahan rasio hutang PMDN terhadap tingkat pertumbuhan aktiva, lebih besar dibandingkan sensitivitas perubahan rasio hutang PMA terhadap tingkat pertumbuhan aktivasnya.

Semakin tinggi pertumbuhan aktiva akan semakin lebar perbedaan rasio hutang PMDN dibanding PMA. Rasionalitas ini memberi petunjuk bahwa peningkatan pertumbuhan aktiva yang diikuti dengan meningkatnya *laba ditahan* akan mengakibatkan perusahaan PMDN akan banyak mengurangi ketergantungan pada sumber dana eksternal (hutang), *retained earning* menjadi sumber dana internal PMDN digunakan untuk ekspansi perusahaan dan pelunasan hutang. Dengan demikian, signifikansi hasil penelitian ini memberi bukti adanya potensi konflik keagenan antara manajemen dengan pemegang saham dan/atau *debtholders* karena pengaruh tingkat pertumbuhan aktiva yang sangat relevan terhadap struktur modal korporasi, seperti yang tertuang pada pertanyaan penelitian pertama dari penelitian ini.

TABEL 5.2.B
PENGUJIAN MODEL KONVENSIONAL DETERMINAN LEVERAGE PMA
(*RETAINED EARNING* SEBAGAI VARIABEL KONTROL)

Adjusted R ²	52,02 %			
Observations	166			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	Penolakan H0
Intercept	-57.727934	28.1938592	-2.0475357	Signifikan
LOG(INV)	0.23189866	2.32319603	0.09981881	Tdk signifikan
DIVIDEND	0.07401326	0.30033235	0.24643787	Tdk signifikan
<i>EBIT/A</i>	-0.9457355	0.15739595	-6.0086392	Signifikan
<i>DGROW</i>	-13.785171	4.93206867	-2.7950079	Signifikan
DRETAIN	70.759277	85.9423158	0.82333454	Tdk signifikan
<i>SIZE</i>	18.9223077	5.24234785	3.60951014	Signifikan
<i>RISK</i>	1.14696914	0.42298187	2.71162721	Signifikan
<i>AGENT (AUR)</i>	0.08799677	0.02638393	3.33524091	Signifikan
<i>EARNVOL</i>	-4.2149772	1.1971831	-3.5207457	Signifikan
MVEQUITY	-0.0034408	0.00713864	-0.4819956	Tdk signifikan
<i>CVA</i>	-0.1509988	0.09608136	-1.5715727	Signifikan
TAXPAY	-0.0062323	0.00972467	-0.6408781	Tdk signifikan
DRET*INV	-0.1520014	6.04900058	-0.0251283	Tdk signifikan
DRET*DIV	-0.8870013	1.60617085	-0.5522459	Tdk signifikan
DRET*AUR	2.8909733	8.2331025	0.3511402	Tdk signifikan

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

5.2.6 Pembahasan Hipotesis 6: Hubungan Pajak Korporasi dengan Rasio Hutang

Modigliani-Miller (1958) memproposisikan tingkat pajak memberikan manfaat fasilitas penghematan pajak dan substitusi biaya bunga bagi perusahaan yang menggunakan hutang. DeAngelo & Masulis (1980) menyatakan dalam struktur modal, pajak korporasi merupakan substitusi biaya bunga saat menghitung pajak perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang dikenai pajak tinggi pada batas tertentu sebaiknya menggunakan banyak hutang (Oliver & Twite, 2004; Ju *et al*, 2005).

Pengujian hipotesis penelitian 6 ini diarahkan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan teori statis (*trade-off balancing theory*) yang menjadi landasan filosofi manajemen keuangan modern tentang struktur modal, *borrow as much as you can get*. Teori statis menyatakan bahwa struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1984). Pada saat sebelum mencapai titik optimum hutang lebih murah dibandingkan menerbitkan ekuitas, namun setelah mencapai titik optimum hutang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya bunga, biaya keagenan dan *financial distress*. Implikasi *trade-off theory* adalah perusahaan yang terbebani pajak tinggi akan memperoleh penghematan pajak bila menggunakan hutang.

Hasil pengujian hipotesis statistik untuk ketiga model empiris struktur modal menunjukkan bukti bahwa secara umum tingkat pajak korporasi tidak berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil ini belum dapat menunjukkan bukti bahwa tingkat pajak relevan dengan keputusan struktur modal perusahaan, seperti yang diungkapkan oleh Myers (1984), Ozkan (2001), Oliver & Twite (2004), Eldomiaty *et al* (2005), Ju *et al* (2005), dan Sayilgan *et al* (2006). Namun, hasil uji ini memberi

dukungan pada studi Titman & Wessels (1988), dan Pao & Chih (2005) yang menunjukkan pajak tidak berpengaruh terhadap berbagai pengukuran *leverage*, atau tingkat pajak bukan determinan penting struktur modal (Chen & Strange, 2006).

Tidak relevannya tingkat pajak korporasi mempengaruhi struktur modal sebagian besar perusahaan di Indonesia dapat disebabkan oleh faktor tingginya informasi tidak simetris yang menyebabkan tidak efisiennya pasar modal Indonesia, sehingga kehadiran informasi yang tidak simetris ini menjadikan signal negatif bagi perusahaan yang profitabel untuk *leveraging up*. Fenomena pasar modal yang tidak efisien ini ditunjukkan oleh terkonsentrasinya kepemilikan saham perusahaan oleh pihak *insiders* dibandingkan kepemilikan saham oleh publik yang tidak lebih dari 25% (lihat Tabel 4.9.A dan Tabel 4.9.B pada Bab IV). Sebagaimana diungkapkan Modigliani & Miller (1958), pengaruh pajak akan relevan terhadap struktur modal korporasi ketika pasar modal sempurna dan tidak ada konflik kepentingan antara agen perusahaan dengan pihak prinsipal dan *stakeholders*. Konflik agensi timbul karena kepemilikan yang menyebar (atomistik). Kepemilikan publik yang rendah mengindikasikan bahwa intervensi pengelolaan perusahaan oleh pemegang saham mayoritas sangat kuat. Keputusan untuk menggunakan sumber pendanaan eksternal seperti hutang ketika perusahaan yang profitabel terbebani pajak tinggi hanya terkonsentrasi pada kelompok tertentu yang mempunyai suara mayoritas dalam perusahaan. Hal ini memungkinkan keputusan penerbitan hutang (*leveraging up*) tidak didasarkan pada pengoptimalan kinerja proses yang ekselen melalui struktur modal, namun didasarkan pada pertimbangan oportunistik pemegang saham mayoritas pengendali perusahaan. Pengenaan beban pajak yang tinggi pada perusahaan-perusahaan yang profitabel masih dianggap sebagai penyebab meningkatnya biaya

keagenan hutang ketika menambah penggunaan hutang, ketimbang sebagai pembawa manfaat bagi perusahaan. Bukti ini ditunjukkan oleh hampir semua koefisien regresi pembayaran pajak bertanda negatif terhadap rasio hutang dan keputusan investasi korporasi dari model-model empiris penelitian. Dengan demikian besarnya pembayaran pajak korporasi masih menjadi signal negatif bagi perusahaan PMA di Indonesia untuk *leveraging up* ketika perusahaan memiliki daya profit yang tinggi. Hasil ini menunjukkan bahwa PMA akan melakukan peningkatan hutang ketika terjadi penurunan tarif pajak. Penurunan tarif pajak memberikan keuntungan lebih besar bagi perusahaan, selain dapat memperkecil taxable income, perusahaan juga membayar pajak korporasi lebih sedikit. Secara implisit hasil ini menunjukkan perilaku manajer PMA yang masih taat azas dengan filosofi *tax morality*, yakni "**when in Rome, do as the Romans do**".

Namun, pada perusahaan PMDN manfaat pajak korporasi untuk melakukan *leveraging up* tidak signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa walaupun manfaat pajak korporasi tidak signifikan positif terhadap struktur modal PMDN, namun masih memberikan peluang bagi perusahaan PMDN profitabel yang dibebani pajak tinggi menjadikan hutang sebagai pendorong dalam mengoptimalkan struktur modal perusahaan melalui pengimbangan manfaat hutang dengan biaya *financial distress* dan *biaya agency*. Dengan kata lain, kekuatan para kreditur (*debtholders*) dapat menjadi motivator bagi pihak manajer dan pemegang saham pengendali perusahaan *profitable* di Indonesia yang terkena beban pajak tinggi untuk mengoptimalkan struktur modal korporasinya. Hasil riset ini belum berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan teori statis bahwa tingkat pajak korporasi merupakan determinan struktur modal yang dapat memberikan manfaat positif pada pemaksimalan nilai perusahaan.

5.2.7 Pembahasan Hipotesis 7: Hubungan *Collateral Assets* dengan Rasio Hutang

Kuo & Wang (2005), dan Supanvanij (2006) mengungkapkan bahwa komposisi struktur aktiva berwujud perusahaan yang dapat dijadikan jaminan berpengaruh positif pada struktur modal korporasi. Perusahaan yang memiliki jaminan terhadap hutang akan lebih mudah mendapatkan hutang daripada perusahaan yang tidak memiliki jaminan terhadap hutang, karena investor atau pihak kreditur akan selalu memberikan pinjaman bila ada jaminan (*collateral value of assets*). Hasil studi yang dilakukan oleh Mao (2003), Pao & Chih (2005) dan Kuo & Wang (2005) menunjukkan konsistensi dengan konsensus periset keuangan bahwa rasio hutang dipengaruhi positif oleh *fixed assets*, sehingga CVA merupakan elemen penting bagi struktur modal.

Hasil pengujian hipotesis 7 penelitian ini mengungkapkan penerimaan hipotesis ini bahwa *collateral assets* berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa kreditur akan memberikan pinjaman yang besar bila ada jaminan aktiva yang besar, seperti yang telah diungkapkan oleh Kuo & Wang (2005), dan Supanvanij (2006). Tabel 4.17 dan Tabel 4.19 menyajikan hasil uji hubungan simultanitas antara kebijakan hutang dengan keputusan investasi dan kebijakan dividen perusahaan, yang memperlihatkan variabel CVA berpengaruh negatif terhadap investasi dan dividen, namun berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi. Temuan ini membuktikan bahwa *collateral assets* yang besar memungkinkan perusahaan-perusahaan mengajukan pinjaman dalam jumlah besar. Pinjaman dalam jumlah besar ini dapat digunakan perusahaan untuk membiayai investasi dan pembayaran dividen ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Namun, hasrat untuk berinvestasi dan membayarkan dividen yang tinggi kepada pemegang saham akan semakin menurun

ketika risiko bisnis dan jaminan aktiva berwujud yang dibutuhkan untuk mendapatkan pinjaman hutang semakin tinggi.

Pada kondisi tersebut *collateral assets* memberikan signal negatif bagi para manajer untuk menambah hutang, dengan kata lain *collateral assets* berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan, seperti ditunjukkan Tabel 4.14 dan Tabel 4.19 dimana koefisien regresi variabel CVA perusahaan PMA bertanda negatif walaupun tidak signifikan pada taraf nyata $\alpha = 0,15$. Koefisien CVA yang negatif pada PMA ini mengindikasikan terjadinya pemberian hutang kepada perusahaan tanpa mempertimbangkan besarnya aktiva perusahaan yang dapat dijadikan agunan. Hasil uji ini menunjukkan bahwa PMA memiliki derajat ketergantungan yang rendah pada *collateral assets* ketika membutuhkan tambahan dana dari pihak eksternal dalam bentuk hutang. Disamping alasan ketersediaan aktiva, perusahaan PMA di Indonesia sebagai subsidiari dari perusahaan multinasional yang memperoleh kemudahan mendapatkan dana dari *parent company* yang melakukan diversifikasi arus kas internasional; memiliki banyak peluang memperoleh sumber pendapatan dan bisnis yang lebih baik, sehingga mampu mereduksi *leveragenya* ke tingkat yang lebih rendah. Alasan lain yang dapat dikemukakan disini terkait dengan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen untuk memperoleh *annual sales* yang tinggi. Sebagaimana Tabel 4.3 sebelumnya menyajikan bahwa PMA yang memiliki rasio hutang lebih rendah daripada rasio hutang PMDN; lebih efektif mengelola aktiva (AUR) dibandingkan PMDN. Pengelolaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen ke dalam proyek-proyek investasi produktif menyebabkan semakin berkurangnya ketersediaan aktiva yang dapat dijadikan sebagai jaminan untuk mendapatkan sumberdana eksternal. Dengan demikian mengurangi ketergantungan perusahaan pada

sumber dana eksternal, dan mendorong pihak manajemen untuk produktif menggunakan aktiva untuk memperoleh sumber-sumber pendapatan dan peluang bisnis yang lebih baik. Sumber pendapatan yang diperoleh ini sebagai sumber dana internal untuk membiayai operasional perusahaan, sehingga mengurangi ketergantungan pada sumber dana eksternal. Fakta ini konsisten dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan yang memiliki komposisi struktur aktiva berwujud yang tinggi, mendanai investasinya secara internal (Fatemi, 1988; Tong & Green, 2005; dan Kuo & Wang, 2005).

Hasil temuan ini (walaupun CVA tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang PMA) juga mengindikasikan fenomena praktek *moral hazard* dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan-perusahaan PMA di Indonesia yang tidak bergantung pada jumlah agunan aktivasnya. Bagi perusahaan PMA yang berdaya profit rendah dan memiliki nilai agunan yang rendah, maka ditenggarai melakukan praktek *moral hazard* dalam pemberian pinjaman ketika perusahaan tersebut memiliki rasio hutang yang tinggi. Hal ini mungkin disebabkan oleh perusahaan-perusahaan PMA berdaya profit rendah yang negara asalnya memiliki konteks kultural tinggi (*collectivist*) seperti Jepang, Taiwan, China, India dan Korea; perilaku para pihak (manajer dan kreditur) yang karakteristik kulturalnya serupa mudah mempercayai pihak lain dan memahami pandangan masing-masing serta prosedur-prosedur relasional di antara mereka ketika bernegosiasi mengenai kontrak perjanjian hutang. Variabel-variabel konteks seperti latar belakang pribadi, reputasi, asosiasi-asosiasi, nilai-nilai dan posisi di masyarakat ikut dipertimbangkan dalam memutuskan kontrak perjanjian hutang korporasi.

Kebalikan dari koefisien regresi CVA yang bertanda negatif, ditunjukkan oleh PMDN dengan CVA berpengaruh positif terhadap rasio hutang. Perusahaan PMDN yang *tidak*

memiliki banyak sumber pendapatan dan peluang investasi yang lebih baik seperti PMA, sepertinya mengalami kesulitan untuk memperoleh dana dari sumber-sumber eksternal sehingga harus menggunakan komposisi struktur aktiva berwujud yang tinggi untuk dijadikan jaminan ketika perusahaan mengajukan pinjaman dana kepada pihak kreditur, sehingga *collateral assets* menjadi elemen penting bagi struktur modal korporasi PMDN (Ghosh *et al*, 2000; dan Kuo & Wang, 2005). Pihak kreditur akan memberikan pinjaman yang besar bila ada jaminan aktiva yang besar. Dengan demikian, jika temuan data sampel representatif untuk digeneralisasikan, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan PMDN sektor non keuangan dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia memiliki ketergantungan yang tinggi pada ketersediaan aktiva berwujud yang dapat diagunkan ketika membutuhkan tambahan hutang untuk mendanai perkembangan perusahaan.

Namun, hasil pengujian koefisien regresi CVA_{t-1} model dinamis struktur modal PMA & PMDN menunjukkan pengaruh signifikan negatif terhadap struktur modal dinamis. Penurunan rasio hutang tahun berjalan ditentukan oleh ketersediaan *collateral assets* tahun sebelumnya. Hasil uji ini menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan (lihat Tabel 4.31, *kecuali* PMA), akan menurunkan tingkat *leverage* korporasinya disebabkan tingginya kebutuhan aktiva berwujud yang dijamin untuk memperoleh hutang pada tahun lalu. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan PMDN di Indonesia yang memiliki risiko rasio hutang yang tinggi kesulitan untuk meningkatkan *current leverage* karena tingginya aktiva berwujud yang telah dijadikan agunan pada periode tahun sebelumnya. Hal ini mengakibatkan perusahaan cenderung mengandalkan sumber-sumber dana internalnya ketika ketersediaan *collateral assets* sudah berkurang.

Hasil penelitian ini tidak mendukung temuan Pao & Chih (2005) dan Gaud *et al* (2005), yang mengungkapkan *current leverage* dipengaruhi positif oleh ketersediaan aktiva berwujud agunan periode sebelumnya. Rasionalitas hasil pengujian ini menunjukkan para pemegang saham atau *parent company* sebagai sumber dana internal perusahaan akan menambah atau menggelontorkan dananya lebih banyak lagi ke dalam perusahaan, ketika komposisi struktur aktiva berwujud perusahaan dan pengelolaan aktiva tahun lalu berkinerja baik. Signifikansi temuan penelitian ini membuktikan bahwa tidak adanya perilaku oportunistik atau *moral hazard* dari pihak manajemen dalam penggunaan aktiva berwujud akan menjadikan kekuatan para pemegang saham atau *parent company* sebagai penggerak pengendali struktur modal yang optimal. Dengan demikian temuan penelitian ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama bahwa *collateral assets* merupakan determinan utama struktur modal korporasi.

5.2.8 Pembahasan Hipotesis 8: Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang

Hipotesis 8 ini menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang besar cenderung memiliki rasio hutang yang rendah. Semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang tinggi akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Pengujian hipotesis 8 ini diarahkan untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan kedua yang merujuk pada tes empiris hasil-hasil studi Bringham *et al* (1999), Cassar & Holmes (2003), dan Low & Chen (2004) yang menyarankan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis besar sebaiknya menggunakan hutang lebih rendah dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah.

Hasil pengujian menunjukkan hasil yang inkonklusif bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang *all firms*, PMA, dan PMDN untuk model struktural

struktur modal. Namun pada model konvensional ditunjukkan risiko bisnis *all firms & PMA* berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang. Kedua model empiris penelitian tersebut tidak sejalan dengan premis utama Bringham *et al* (1999), Cassar & Holmes (2003), dan Low & Chen (2004). Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko bisnis, semakin tinggi hutang yang diperlukan untuk membiayai operasional dan proyek-proyek investasi perusahaan. Bukti empiris ini menunjukkan bahwa preferensi manajemen perusahaan PMA di Indonesia terhadap risiko adalah *risk seeker* atau *risk neutral*. Pilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih memberikan tambahan manfaat (*return*) yang lebih besar di bandingkan biaya modal yang dibutuhkan karena ketidakpastian bisnis. Tentunya dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, portofolio investasi yang dapat memberikan *return* yang tinggi akan dipilih oleh *risk seeker*.

Bagi PMA yang *profitable* dan memiliki variabilitas profit yang tinggi, meningkatnya risiko atas biaya modal akan berdampak pada penurunan investasi riil dan meningkatnya hasrat berinvestasi pada asset-asset keuangan melalui penerbitan saham dan/atau *capital gain*. Meningkatkan emisi saham ketika risiko bisnis tinggi akan semakin meningkatkan ketidakpastian dan biaya modal perusahaan karena meningkatnya biaya keagenan ekuitas, sehingga menurunkan harga saham atau nilai perusahaan. Dalam kondisi seperti itu, pilihan perusahaan adalah memilih menerbitkan hutang daripada menerbitkan saham. Mengingat biaya keagenan hutang lebih rendah daripada biaya keagenan ekuitas, dan manfaat penambahan hutang terhadap nilai perusahaan lebih tinggi dari pada manfaat penerbitan ekuitas. Penggunaan hutang memberikan derajat kepastian *return* lebih tinggi dibandingkan penerbitan saham. Hutang dibutuhkan untuk membiayai investasi finansial perusahaan seperti untuk membeli saham-saham yang bernilai rendah atau memperoleh

capital gain jangka pendek, sementara laba ditahan digunakan untuk memenuhi kebutuhan investasi riil dalam rangka ekspansi perusahaan.

Sedangkan *risk neutral* terlihat dari kaitannya dengan diversifikasi internasional yang dilakukan PMA pada saham-saham yang prospek memberikan *return*; maka diversifikasi *common stocks* perusahaan dengan biaya diversifikasi yang semakin rendah karena memperoleh manfaat *debt reduction*, akan membuat tumpuan manajemen pada *leverage* semakin rendah. Dalam kondisi ketidakpastian bisnis seperti itu preferensi manajer terhadap risiko adalah netral sepanjang diversifikasi *common stocks* masih memberikan pengembalian yang lebih tinggi. Dengan demikian risiko bisnis yang rendah karena efek diversifikasi berpengaruh pada berkurangnya rasio hutang PMA.

Rasionalitas hasil uji ini dapat juga dijelaskan melalui konsep teori keagenan Hansen & Crutchley (1989) yang menunjukkan risiko bisnis perusahaan menentukan besar kecilnya risiko ekuitas perusahaan, yang pada akhirnya menentukan besarnya *floatation cost* penerbitan ekuitas baru. Ketika risiko bisnis perusahaan meningkat maka para pemegang saham melakukan *risk shifting* sebagai kompensasi untuk menghindari penurunan kekayaannya. Premis ini ditunjukkan Tabel 4.20 dimana koefisien regresi variabel risiko bisnis bertanda negatif pada persamaan investasi, bertanda positif pada persamaan rasio hutang korporasi. Besaran statistik tersebut menunjukkan bahwa risiko bisnis yang tinggi mengakibatkan para manajer dan pemegang saham pengendali mengurangi hasrat untuk berinvestasi dan tuntutan atas pembayaran dividen yang tinggi. Sebagai kompensasinya pemegang saham pengendali melakukan *risk shifting* melalui substitusi aktiva agar kekayaannya tidak berkurang. Substitusi aktiva yang mungkin dapat dilakukan pemegang saham adalah mendorong manajemen untuk melakukan

pembelian kembali saham-saham beredar (memperkecil *outside blockholders* dan kepemilikannya dialihkan kepada *insiders*), dan kebutuhan kasnya didanai oleh hutang. Dengan demikian semakin tinggi risiko bisnis maka perusahaan akan semakin bertumpu pada *leverage* untuk mengurangi biaya keagenan ekuitasnya. Inversinya, bila saham-saham biasa perusahaan semakin terdiversifikasi dengan biaya diversifikasi semakin rendah maka tumpuan pihak manajemen pada *leverage* akan berkurang.

Walaupun hasil uji menunjukkan belum cukup bukti risiko bisnis berpengaruh negatif terhadap rasio hutang PMDN; namun hasil ini menunjukkan bahwa preferensi manajer PMDN terhadap risiko bisnis dalam memperoleh sumber dana eksternal yang berasal dari hutang adalah *risk averter*. Mereka beranggapan bahwa dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, penambahan hutang malah akan meningkatkan risiko bisnis perusahaan, sehingga *risk averter* cenderung menghindari penggunaan hutang yang tinggi ketika risiko bisnis perusahaan meningkat.

Hasil riset ini belum berhasil mengungkapkan bukti bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang seperti dikemukakan Bringham *et al* (1999), Cassar & Holmes (2003), dan Low & Chen (2004). Namun, hasil riset ini berhasil mengungkap bahwa risiko bisnis elemen penting determinan struktur modal berdasarkan teori keagenan seperti yang dikemukakan Hansen & Crutchley (1989). Oleh karenanya, pertanyaan penelitian pertama dan kedua dari penelitian ini terjawab. Dengan demikian perusahaan-perusahaan profitabel yang memiliki risiko bisnis dan ketidakpastian *earning* yang tinggi dapat menjadikan para kreditur atau *debtholders* sebagai pendorong pihak manajemen dan pemegang saham dalam mengendalikan struktur modal yang ekselen untuk meningkatkan nilai perusahaan berkelanjutan.

5.2.9 Pembahasan Hipotesis 9: Hubungan Penerbitan Ekuitas dengan Rasio Hutang

Temuan utama Baker & Wurgler (2002) menunjukkan bahwa perusahaan dengan rasio hutang rendah akan menambah dana ketika *market valuation* tinggi, sementara perusahaan dengan rasio hutang tinggi akan menambah dana ketika *market valuation* rendah. Kaitan studi Baker & Wurgler (2002) dengan struktur modal dieksplisitkan dengan adanya pengaruh signifikan negatif *market valuation* terhadap *leverage* melalui penerbitan ekuitas. *Market valuation* yang tinggi akan mendorong manajer menerbitkan sekuritas dan menolak pembiayaan dengan hutang untuk menghindari meningkatnya biaya keagenan ekuitas masa mendatang (Zwiebel, 1996; Fama & French, 2002). Ditegaskan oleh Myers & Majluf (1984) bahwa manajer dan investor yang rasional akan menerbitkan sekuritas daripada hutang ketika mereka sangat antusias tentang prospek *earning* perusahaan. Kondisi ini akan meningkatkan biaya keagenan ekuitas dan menurunkan biaya keagenan hutang. Lebih lanjut diungkapkan Mao (2003), bahwa kondisi seperti di atas potensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur atau *debtholders*.

Hipotesis 9 ini diuji untuk menganalisis apakah premis utama Baker & Wurgler (2002) dan Mao (2003) tentang konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditur dapat dibuktikan pada sampel perusahaan PMA dan/atau PMDN yang *go public* di pasar modal Indonesia. Konflik keagenan antara *shareholders* dengan *bondholders* akan signifikan ketika penerbitan ekuitas berpengaruh negatif terhadap rasio hutang.

Hasil pengujian hipotesis ini seperti yang tersaji pada Tabel 5.1 menunjukkan kecuali pada PMDN, penerbitan ekuitas tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio

hutang *all firms* dan PMA. Potensi konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders* signifikan terjadi pada PMDN.

Namun, hasil pengujian hipotesis ini untuk model empiris struktural struktur modal yang tersaji pada Tabel 4.19, Tabel 4.20, dan Tabel 4.21 memperlihatkan penerbitan ekuitas tidak signifikan mempengaruhi kebijakan hutang dan investasi perusahaan, namun sangat signifikan negatif mempengaruhi pembayaran dividen *all firms*, PMA, dan PMDN. Hasil ini memberi bukti bahwa penerbitan ekuitas yang tinggi sebagai respon atas antusiasme manajer dan pemegang saham terhadap prospek *earning* perusahaan mendorong manajer mengurangi pembayaran dividen yang tinggi. Penurunan pembayaran dividen ini membuat para pemegang saham melakukan substitusi aktiva sebagai kompensasi kekuatiran mereka karena perusahaan mengurangi pembayaran dividen. Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur dapat timbul ketika perusahaan memiliki hutang yang tinggi. Penerbitan ekuitas ketika *market valuation* tinggi dengan menghindari penerbitan hutang berarti potensi redistribusi aliran kekayaan ke *shareholders* akan semakin besar. Pemegang saham berharap ada transfer kekayaan dari kreditur ke pemegang saham dengan cara menekan pihak manajemen dari perilaku oportunis (*under-investment*) untuk mengurangi rasio hutang perusahaan. Namun, kreditur atau *debtholders* akan membatasi aktivitas manajer yang dapat memindahkan kekayaan *debtholders* ke *shareholders*.

Kebalikan dari hal ini, penurunan penerbitan ekuitas ketika *market valuation* atas sekuritas perusahaan rendah mengakibatkan perusahaan yang mempunyai rasio hutang rendah akan menambah dana melalui penerbitan hutang perusahaan. Penambahan hutang ini meningkatkan biaya keagenan hutang sehingga mendorong pemegang saham

melakukan substitusi aktiva melalui pembayaran dividen yang tinggi agar kekayaan mereka meningkat, atau mendorong perusahaan menggunakan tambahan hutang tersebut untuk membeli kembali saham-saham beredar yang bernilai rendah, sehingga kondisi ini memberikan signal yang kredibel bagi kreditur atau *debtholders* untuk menaikkan tingkat pengembalian yang diharapkan atas dana mereka. Kreditur berharap ada transfer kekayaan dari pemegang saham kepada kreditur. Dengan kata lain, konflik keagenan *shareholders* dengan *debtholders* terjadi karena pergeseran hak kontrol dalam pilihan struktur modal perusahaan. Pemegang saham atau pihak manajemen mempertahankan kontrol atas pilihan struktur modal perusahaan ketika prospek *earning* perusahaan tinggi, sedangkan kreditur memegang kontrol perusahaan ketika perusahaan mengalami kesulitan keuangan yang mengarah pada pergeseran kontrol dari pemegang saham kepada kreditur, sehingga mengakibatkan pemegang saham kehilangan sebagian besar bahkan seluruh manfaat kontrol dalam pilihan struktur modal perusahaan.

Hasil pengujian statistik terhadap *equity market timing* pada model dinamis struktur modal tidak menunjukkan dukungan pada studi Fama & French (2002), dimana koefisien regresi $MVEQ_{t-1}$ bertanda positif dengan taraf uji nyata $\alpha = 0,05$. Hasil uji ini menunjukkan bahwa penerbitan ekuitas ketika harga saham tahun lalu tinggi, menyebabkan perusahaan-perusahaan menambah kebutuhan dana operasionalnya dari menerbitkan hutang, karena biaya emisi saham tahun lalu didanai dari hutang. Hasil ini memberi bukti bahwa para manajer dan investor perusahaan-perusahaan industri yang tidak tergolong jasa keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia adalah tidak rasional dalam membuat keputusan *time the market*. Seharusnya, penerbitan ekuitas

ketika harga saham tinggi akan mengakibatkan manajer menolak pembiayaan dengan hutang untuk memperbaiki target *leverage* optimum.

Hasil riset ini walaupun secara empiris tidak mampu membuktikan premis utama Baker & Wurgler (2002), dan Mao (2003) pada *all firms* dan PMA, namun hasil riset ini mengungkap fakta bahwa kekuatan kreditur atau *debtholders* dapat menjadi motivator bagi pihak manajemen dan pemegang saham perusahaan di Indonesia dalam upaya melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya.

5.2.10 Pembahasan Hipotesis 10: Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Investasi

Proksi yang digunakan untuk mengukur biaya keagenan pada pengujian hipotesis 10 ini adalah rasio utilisasi aktiva. Alasan memilih proksi ini dilandasi buku karya Bakan (2007) yang menulis tentang bagaimana korporasi memisahkan kepemilikan dari manajemen sekelompok orang, direktur dan para manajer yang menjalankan bisnis. Sementara sekelompok lain yaitu pemegang saham memiliki bisnis tersebut. Adam Smith (1776) mengingatkan bahwa karena manajer tidak dapat dipercaya untuk mengelola uang orang lain, maka kesembronoan dan pemborosan pasti terjadi ketika bisnis dijalankan dalam bentuk korporasi. Korporasi pada dasarnya dimaknai sebagai kegiatan mengenai pencarian kekayaan dan merupakan kendaraan yang sangat efektif untuk mencapainya. Tidak ada batasan internal, entah itu moral, etika atau hukum, mengenai apa dan siapa yang dapat dieksploitasi untuk memperkaya diri dan pemiliknya. Korupsi adalah penyakit yang melekat pada korporasi yang kemudian menjalar kepada para pemegang kekuasaan. Korupsi tersebut terjadi karena adanya permintaan dan penawaran. Bakan (2007) kemudian menyebutkan perlunya memberikan *impulsif* untuk mengurangi kesembronoan dan pemborosan pengelolaan uang orang lain tersebut.

Impulsif yang dimaksud Bakan (2007) tersebut kemudian diterjemahkan dalam penelitian ini sebagai efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen (*assets utilization ratio*).

Hipotesis 10 penelitian ini menyatakan perusahaan-perusahaan yang mengelola aktiva perusahaan dengan baik akan meningkatkan hasrat investasi perusahaan. Demikian juga ketika volatilitas *earning* perusahaan tinggi, pihak manajemen cenderung mereduksi hasrat untuk berinvestasi. Efektivitas penggunaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen mencerminkan keinginan *insider ownership* dan *institutional ownership* untuk melakukan reinvestasi atas laba yang diperoleh ketimbang membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Laba ditahan sebagian besar dialokasikan untuk pembiayaan investasi. Chen *et al* (2006) dan Pawlina & Renneboog (2005) menunjukkan hubungan positif antara efektivitas penggunaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen dengan investasi.

Hasil pengujian persamaan investasi pada model struktural struktur modal terhadap hipotesis 10 ini (kecuali pada PMA) belum dapat memberikan bukti bahwa rasio utilisasi aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap investasi *all firms* dan PMDN. Hasil uji ini memberi bukti bahwa penekanan (*activism*) yang dilakukan oleh *institutional ownership* tidak efektif mendorong hasrat pihak manajemen *all firms* dan PMDN untuk berinvestasi pada proyek-proyek investasi produktif. *Excess cashflow* yang tersedia sebagian besar digunakan untuk memenuhi tuntutan pemegang saham mayoritas dan publik pada pembayaran dividen dan insentif *monitoring costs* dalam upaya mereduksi konflik keagenan dengan kepemilikan *insider*. Walaupun tidak signifikan positif berpengaruh terhadap investasi *all firms* dan PMDN, namun hasil studi ini mendukung

pendapat Chen *et al* (2006) bahwa pengelolaan aktiva perusahaan berpengaruh positif terhadap investasi PMA.

5.2.11 Pembahasan Hipotesis 11: Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Kebijakan Dividen

Mollah (2000) menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Semakin tinggi biaya keagenan yang dibutuhkan oleh perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi semakin rendah pembayaran dividen. Pertumbuhan perusahaan yang tinggi ini berhubungan dengan semakin asimetrisnya informasi yang terjadi pada manajer dan pemegang saham. Efek informasi asimetris ini pada kebijakan dividen didasarkan pada teori *pecking order*. Perusahaan mensinergikan pertumbuhan aktiva tersebut dengan peluang-peluang investasi perusahaan dengan mengalokasikan *cashflow* yang tersedia untuk proyek-proyek besar perusahaan. Barclay *et al* (1998) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan tinggi lebih banyak menggunakan *excess cashflow* untuk mendanai proyek-proyek investasi ketimbang membayarkan dividen kepada pemegang saham. Dalam konteks ini peluang pertumbuhan aktiva dan informasi asimetris berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Efek informasi asimetris pada pembayaran dividen seperti yang dikemukakan Barclay *et al* (1998) didukung oleh bukti empiris yang ditunjukkan Adedeji (1998), Mao (2003) dan Pawlina & Renneboog (2005), bahwa informasi asimetris berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Deshmukh (2005) menemukan informasi asimetris yang digambarkan sebagai inversi dari penerbitan ekuitas (*market valuation*) berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Pengujian hipotesis 11 penelitian ini mencoba menjawab pertanyaan penelitian kedua. Hipotesis 11 penelitian menyatakan biaya keagenan dan informasi asimetris berpengaruh

negatif terhadap dividen. Proksi yang digunakan untuk biaya keagenan adalah rasio utilisasi aktiva yang mencerminkan seberapa efektif pihak manajemen menggunakan asset-asset perusahaan untuk memperoleh *net sales* tahunannya.

Hasil pengujian hipotesis 11 pada persamaan dividen model empiris struktural struktur modal menunjukkan belum cukup bukti efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen berpengaruh *negatif* terhadap kebijakan dividen perusahaan, namun informasi asimetris yang diproksi oleh penerbitan ekuitas berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Hasil ini menunjukkan bukti bahwa perusahaan-perusahaan yang bukan tergolong industri keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia; konflik agensi antara manajer dengan pemegang saham mayoritas tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berarti tuntutan pembayaran dividen yang tinggi oleh pemegang saham ketika perusahaan memperoleh *excess return* tidak ditanggapi sepenuhnya oleh pihak manajemen. Demikian juga efektivitas penggunaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen yang mencerminkan keinginan *insider ownership* dan *institutional ownership* untuk melakukan reinvestasi atas laba yang diperoleh tidak berpengaruh terhadap penurunan pembayaran dividen. Bukti ini mengarah pada sikap oportunistik pihak manajemen terhadap efektivitas pengelolaan aktiva perusahaan. *Excess cashflow* kemungkinan besar digunakan untuk *capital gain* melalui penerbitan ekuitas ketika harga saham perusahaan tinggi, atau untuk membeli kembali saham ketika harga saham perusahaan rendah. Argumen ini dapat ditunjukkan dari pengaruh penerbitan ekuitas yang sangat negatif terhadap pembayaran dividen, dan tidak signifikannya pengaruh rasio utilisasi aktiva terhadap keputusan investasi perusahaan. Penerbitan ekuitas yang tinggi sebagai respon atas antusiasme manajer dan pemegang saham

terhadap prospek *earning* perusahaan mendorong manajer untuk mengurangi pembayaran dividen yang tinggi, karena dividen *residual* yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Biaya emisi saham mengurangi bagian dari *retained earning* untuk pembayaran dividen. Potensi konflik kepentingan pemegang saham mayoritas dengan kepemilikan saham publik, secara umum tidak terlihat. Bukti ini ditunjukkan oleh volatilitas *earning* yang tidak signifikan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan.

Hasil penelitian ini belum mendukung temuan Mollah (2000) dan Deshmukh (2005) bahwa kepemilikan *insider* perusahaan berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Namun, temuan penelitian ini mendukung pendapat Barclay *et al* (1998) dan bukti empiris Mao (2003), dan Pawlina & Renneboog (2005) tentang efek informasi asimetris terhadap kebijakan dividen berdasarkan teori *pecking order*. Efektivitas utilisasi aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen akan berdampak positif terhadap hasrat manajer untuk berinvestasi manakala pemegang saham pengendali memberikan skema bonus sebagai substitusi pembayaran dividen yang rendah kepada pihak manajemen yang merangkap *insider ownership* perusahaan. Skema bonus ini terkait erat dengan adanya persoalan keagenan antara manajemen dengan pemilik, dimana manajemen akan bersikap oportunistik untuk memperkaya diri dengan harapan redistribusi atau transfer kekayaan dari perusahaan kepada pihak manajemen. Penelitian ini tidak membahas pengaruh skema bonus terhadap efektivitas utilisasi aktiva pihak manajemen secara detail dan *common sense*, karena bukan menjadi fokus penelitian ini.

5.2.12 Pembahasan Hipotesis 12: Hubungan Investasi dengan Dividen

Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan dana lebih besar untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Kebutuhan dana diprioritaskan pada sumber-

sumber internal seperti *retained earning*. Karena *retained earning* sebagian besar dialokasikan untuk kebutuhan dana investasi, maka dividen yang dibayarkan menjadi berkurang (Barclay *et al*, 1998). Fama & French (2002) menemukan kecenderungan perusahaan-perusahaan yang tidak membayarkan dividen umumnya memiliki proyek-proyek investasi yang besar. Dengan demikian, dalam konteks seperti ini kesempatan investasi perusahaan akan semakin membuat terkikisnya residual dividen dari *retained earning* untuk dibayarkan kepada pemegang saham.

Hipotesis 12 ini menyatakan keputusan investasi yang dibuat oleh pihak manajemen akan berpengaruh negatif terhadap proporsi *free cash flow* yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Hipotesis 12 ini digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua pada penelitian ini, disamping untuk menguji validitas teori *pecking order* atas keputusan investasi perusahaan-perusahaan yang bukan tergolong industri keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia. Hasil pengujian hipotesis ini pada persamaan dividen memberikan bukti bahwa investasi perusahaan secara umum berpengaruh signifikan negatif terhadap dividen *all firms* dan PMA. Bukti empiris ini mendukung teori *pecking order* seperti dikemukakan Barclay *et al* (1998) dan Fama & French (2002) bahwa perusahaan-perusahaan profitabel yang memiliki proyek investasi besar membayarkan dividen rendah. Kondisi ini berpotensi menimbulkan konflik keagenan antara pemegang saham publik dengan pemegang saham institutional atau *insider* yang menghendaki reinvestasi atas laba yang diperoleh ketimbang membagikan laba dalam bentuk dividen (*corporate maximizing orientation*). Sementara pemegang saham mayoritas atau publik lebih menginginkan pembagian dividen daripada reinvestasi atas laba yang diperoleh (*shareholders maximizing orientation*).

Persoalan keagenan seperti ini muncul pada perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio hutang tinggi namun membayarkan dividen rendah, seperti ditunjukkan oleh Tabel 5.3 berikut ini:

TABEL 5.3
PERUSAHAAN YANG BERPOTENSI MEMILIKI KONFLIK KEAGENAN
(KEPEMILIKAN PUBLIK VS KEPEMILIKAN INSTITUTIONAL)

NAMA PERUSAHAAN	STATUS	SAHAM PUBLIK (%)	RASIO HUTANG (%)	DIVIDEN (%)
PT Astra Graphia Tbk	PMA	23,13	45,99	0,07
PT Hexindo Adiperkasa Tbk	PMA	23,78	61,06	2,02
PT Eratex Djaya Tbk	PMA	30,39	94,00	2,06
PT Mayora Indah Tbk	PMDN	66,96	49,85	0,01
PT Indofood Sukses Makmur Tbk	PMDN	48,47	56,56	2,84
PT Tunas Baru Lampung Tbk	PMDN	40,33	58,44	0,02
PT Trias Sentosa Tbk	PMDN	57,80	64,00	1,68
PT Berlian Laju Tanker Tbk	PMDN	54,53	53,65	1,79

Sumber: Tabel 4.2.A, Tabel 4.2.B, Tabel 4.9.A dan Tabel 4.9.B yang diolah kembali., 2008.

Perusahaan-perusahaan pada Tabel 5.3 tersebut memiliki tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi dengan karakteristik kepemilikan saham publik yang atomistik, namun membayarkan dividen rendah. Logikanya dapat dijelaskan, kesempatan investasi pada perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mendorong manajer mencari dana kas untuk membiayai proyek investasi tersebut melalui penerbitan hutang. Penambahan hutang ini meningkatkan biaya keagenan sebagai akibat meningkatnya biaya keagenan hutang. Sebagaimana hipotesis 11 sebelumnya, meningkatnya biaya keagenan tersebut akan mereduksi ketersediaan sumber dana yang dimiliki perusahaan untuk membayarkan dividen. Menurut teori keagenan *excess cashflow* merupakan signal bagi pemegang saham untuk menerima pembayaran dividen yang tinggi (Jensen & Meckling, 1976; Mollah, 2000). Dengan demikian, perusahaan dengan struktur

kepemilikan saham yang atomistik seharusnya membayarkan dividen yang tinggi kepada pemegang saham perusahaan.

Tabel 4.9.A dan Tabel 4.9.B memberikan informasi persoalan keagenan PMDN lebih tinggi daripada PMA; karena kepemilikan saham PMDN oleh publik (30,97%) lebih tinggi (menyebar) daripada kepemilikan saham publik PMA (19,82%). Dilihat dari hubungan rasio utilisasi aktiva dengan konsentrasi kepemilikan, bahwa PMDN yang memiliki konsentrasi kepemilikan (57,05%) lebih rendah dari konsentrasi kepemilikan PMA (68,44%) memiliki rasio utilisasi aktiva lebih rendah daripada rasio utilisasi aktiva PMA. Bukti ini konsisten dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin tersebar kepemilikan saham semakin meningkatkan biaya keagenan.

Signifikansi dari hasil pengujian hipotesis 12 penelitian ini adalah bahwa penekanan konflik keagenan sebagai akibat penggunaan *excess cashflow* pada pembiayaan investasi perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi dapat dilakukan melalui *sharing* informasi pemberdayaan investor (*shareholders*) untuk menempatkan penyertaan modalnya dalam bentuk peningkatan komitmen positif bagi pemberdayaan emiten. Kekuatan *shareholders* menjadi penggerak pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan pada proyek investasi produktif yang menguntungkan perusahaan.

5.2.13 Pembahasan Hipotesis 13: Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang

Mao (2003) mengungkapkan bahwa kenaikan skala investasi akan menaikkan volatilitas *cashflow* perusahaan, kondisi ini akan mendorong pemegang saham melakukan *risk-shifting* untuk meningkatkan pendanaan investasi melalui hutang. Ketika sumber dana internal tidak lagi mencukupi, kenaikan skala investasi akan meningkatkan kebutuhan dana untuk investasi yang akan dibiayai dari penerbitan hutang. Namun, lebih

lanjut Mao (2003) menjelaskan bahwa ketika perusahaan menambah hutang untuk membiayai investasinya, maka volatilitas marginal investasi akan meningkat, yang berarti rasio hutang perusahaan berpengaruh positif terhadap investasi perusahaan. Dari paparan tersebut, Mao (2003) menyebutkan ada hubungan kausalitas positif antara keputusan investasi dengan kebijakan hutang korporasi. Fama & French (2002) juga memperlihatkan bukti empiris bahwa perusahaan yang memiliki investasi besar cenderung memiliki rasio hutang yang tinggi. Namun, Hennessy & Whited (2005) mengungkapkan sebaliknya bahwa kesempatan berinvestasi memiliki hubungan kausalitas negatif dengan rasio hutang.

Hasil pengujian hipotesis statistik memperlihatkan investasi inkonklusif berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMA untuk model konvensional dan model struktural struktur modal. Namun, investasi berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang *all firms*, PMA & PMDN untuk model struktural struktur modal dimana *market share* diukur dengan *measurement error*. Tabel 4.14 dan Tabel 4.19 menyajikan bukti empiris bahwa keputusan investasi memiliki hubungan kausalitas negatif dengan rasio hutang, seperti yang diungkapkan Hennessy & Whited (2005), namun tidak mendukung pendapat Mao (2003). Tidak didukungnya pendapat Mao (2003) ini, lebih dikarenakan hasrat manajer perusahaan secara umum untuk berinvestasi masih menganut kaidah-kaidah umum (*common factors*), dimana hasrat berinvestasi meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran dan pertumbuhan aktiva perusahaan, namun akan berkurang manakala risiko investasi dan nilai agunan yang dibutuhkan untuk berinvestasi (*collateral assets*) meningkat. Walaupun pengaruh rasio hutang tidak signifikan terhadap investasi perusahaan, namun koefisien regresi variabel rasio hutang bertanda negatif pada

investasi. Angka ini menunjukkan arti bahwa proyek-proyek investasi rendah cenderung dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang memiliki rasio hutang tinggi.

Pengujian hipotesis 13 pada model dinamis struktur modal menunjukkan hasil bahwa keputusan investasi tahun lalu (INV_{t-1}) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang korporasi tahun sekarang. Hasil ini mendukung pendapat Fama & French (2002) dengan teori *pecking order* sederhananya yang berpandangan bahwa hutang umumnya akan bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan, dan akan berkurang ketika investasi lebih rendah dari laba ditahan. Tingginya investasi perusahaan tahun lalu yang masih lebih rendah dari *retained earning* tahun sekarang, membuat manajer membatasi penggunaan hutang tahun sekarang. Demikian juga menurut pandangan model *pecking order* kompleks dari Myers (1984), hasil penelitian ini memberi bukti yang kuat bahwa secara umum perusahaan-perusahaan terbuka yang bukan tergolong ke dalam industri keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia lebih perhatian pada pengimbangan biaya pendanaan saat ini dan masa mendatang, sehingga perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang tetap rendah guna menghindari investasi dibiayai oleh penerbitan ekuitas yang lebih beresiko.

Signifikansi penelitian ini memberi rekomendasi pada pentingnya perusahaan memperhatikan struktur modal optimalnya sebagai bentuk tanggung jawab perusahaan pada pasar. Dengan mengetahui struktur modal optimal perusahaan, manajer perusahaan dapat menjadikan investor (pemegang saham dan kreditur) sebagai bagian dari pedoman pemberdayaan perusahaan untuk menempatkan penyertaan modal mereka ke dalam perusahaan yang memiliki perimbangan hutang dan modal sendiri yang *favorable*.

5.2.14 Pembahasan Hipotesis 14: Hubungan Dividen dengan Rasio Hutang

Dhanani (2005) menjelaskan pemikiran ulang konsep Gordon (1959) tentang dua alasan peran penting dividen dalam proses penilaian perusahaan; konsep pertama, *bird in hand* yang berimplikasi pada keinginan investor untuk memperoleh pendapatan sekarang daripada pendapatan di masa yang akan datang, dan selalu mencari saham-saham yang membayar konstan *dividend yield* yang tinggi. Kekhawatiran investor ketika perusahaan mengurangi pembayaran dividennya. Konsep kedua, *informational content* yang membuat dividen sebagai signal dan keyakinan pada investor bahwa reinvestasi pendapatan akan menghasilkan dividen yang lebih tinggi secara substansial di masa mendatang. Berlandaskan pada konsep Gordon (1959) ditunjukkan pembayaran dividen dapat meningkatkan nilai perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham perusahaan.

Kaitan kebijakan dividen dengan struktur modal dapat dijelaskan dari proposisi Modigliani dan Miller (1958) bahwa bila pasar modal tidak sempurna dan ada pajak, maka dividen yang termasuk dalam penilaian perusahaan akan bersubstitusi dengan penerbitan hutang. Dengan demikian pembayaran dividen berkorelasi positif dengan rasio hutang. Proposisi MM ini dibuktikan secara empiris oleh Adedeji (1998), Bhaduri (2002), dan Tong & Green (2005). *Retained earning* yang tinggi dipakai untuk melunasi hutang perusahaan, sehingga mengurangi bagian laba ditahan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Namun, temuan empiris Jensen *et al* (1992), Ojah & Manrique (2005), dan Chen & Strange (2006) yang mendukung teori *agency cost* memberikan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio hutang.

Hipotesis 14 penelitian ini adalah dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan. Pengujian hipotesis ini untuk menjawab pertanyaan penelitian pertama dan keempat, dengan menguji validitas teori *pecking order* sebagaimana dikemukakan Bhaduri (2002) dan Tong & Green (2005), dan teori *agency cost* seperti diungkapkan Jensen *et al* (1992) dan Chen & Strange (2006). Menurut teori *pecking order* pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan semakin banyaknya kebutuhan kas yang diperlukan dari bagian laba perusahaan. Bila ketersediaan bagian laba perusahaan tidak cukup memadai untuk kebutuhan membayarkan dividen, maka dana untuk pembayaran dividen diperoleh dari menerbitkan hutang. Sebaliknya, semakin profitabel suatu perusahaan semakin besar laba ditahan dipergunakan untuk melunasi hutang, sehingga dividen residual yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Sedangkan, menurut teori keagenan laba ditahan yang tinggi dipakai untuk pembayaran dividen dan mengurangi rasio hutang perusahaan. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki daya profit rendah akan menggunakan hutang yang tinggi untuk membiayai proyek-proyek investasi, sementara bagian profit dalam bentuk laba ditahan yang rendah dialokasikan untuk pembayaran dividen pemegang saham.

Hasil pengujian hipotesis 14 penelitian ini menunjukkan hasil yang *inkonklusif* pada pengaruh utama dividen terhadap rasio hutang berdasarkan teori *pecking order* untuk keempat model empiris penelitian ini. Dividen tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA, namun berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang PMDN. Bukti ini ditunjukkan Tabel 4.8.A dimana proporsi pembayaran dividen kurang dari 3% maupun pembayaran dividen di atas 3% yang berasal dari perusahaan PMA yang memiliki rasio hutang rendah dibawah 40% adalah sama besar,

yakni 50%. Di lain pihak, Tabel 4.8.B menunjukkan ada hubungan positif antara *dividend yield* dengan rasio hutang korporasi PMDN. Hasil uji menunjukkan penolakan terhadap hipotesis 14 ini. Penolakan hipotesis penelitian ini memberi arti bahwa pembayaran dividen tidak mempengaruhi rasio hutang perusahaan *all firms* dan PMA. Walaupun menunjukkan hasil uji yang tidak signifikan; koefisien regresi variabel dividen PMA bertanda negatif menunjukkan bahwa setiap kenaikan pembayaran dividen akan menurunkan rasio hutang perusahaan. Hasil ini bertentangan dengan temuan Bhaduri (2002) yang mendapatkan hasil bahwa pembayaran dividen sebagai signal reputasi kesehatan keuangan perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang. Namun, sebaliknya pada perusahaan PMDN ditunjukkan bukti dukungan terhadap teori *pecking order* bahwa dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang. Adanya peningkatan pembayaran dividen memberikan signal bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik. Peningkatan pembayaran dividen yang dananya dibiayai dari hutang ini menjadi signal positif untuk melakukan investasi atau reinvestasi bagi para pemegang saham atau investor potensial perusahaan.

Walaupun hasil pengujian *main effect* variabel dividen tidak signifikan, namun konsistensi pada teori *pecking order* akan menjadi signifikan ketika menguji pengaruh interaksi dividen dengan tingkat pertumbuhan aktiva. Tabel 5.4 di bawah ini menunjukkan hasil pengujian pengaruh interaksi tingkat pertumbuhan aktiva dengan pembayaran dividen signifikan pada taraf nyata $\alpha = 0,10$ berpengaruh positif terhadap *leverage* perusahaan-perusahaan terbuka yang bukan tergolong sektor keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia.

TABEL 5.4
 PENGUJIAN MODEL KONVENSIONAL DETERMINAN LEVERAGE KORPORASI
 VARIABEL *GROWTH* SEBAGAI VARIABEL KONTROL

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.49980567				
Adjusted R ²	0.47956659				
Standard Error	0.17030412				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	14	10.0274109	0.71624363	24.6950824	6.053E-44
Residual	346	10.0352083	0.02900349		
Total	360	20.0626192			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET LEVERAGE ALL FIRMS (PMA & PMDN)					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.35620064	0.11283217	3.15690675	0.00173464	Signifikan
LOG(INV)	9.9604E-10	1.9716E-08	0.05051984	0.95973729	Tdk signifikan
DIVIDEND	-0.0001104	0.00242302	-0.0455536	0.96369231	Tdk signifikan
EBIT/A	-0.0087268	0.00113809	-7.6679558	1.786E-13	Signifikan
SIZE	0.02811301	0.01747175	1.60905517	0.1085163	Signifikan
DGROW	-0.2862539	0.03930566	-7.2827644	2.224E-12	Signifikan
RISKREL	0.00363086	0.00211086	1.72008926	0.0863104	Signifikan
AUR	0.00067258	0.00017731	3.79322195	0.0001755	Signifikan
EARNVOL	-0.0370492	0.00861576	-4.3001616	2.223E-05	Signifikan
CVA	0.00111308	0.00058255	1.91070935	0.0568682	Signifikan
TAXPAY	6.8816E-09	1.0747E-08	0.6403543	0.52236612	Tdk signifikan
MVEQ	-0.0002232	0.0001438	-1.5518536	0.1216114	Signifikan
DGROW*INV	1.8627E-09	2.4506E-08	0.07601077	0.93945446	Tdk signifikan
DGROW*MVEQ	0.00021611	0.00014821	1.45811347	0.1457164	Signifikan
DGROW*DIV	0.00956415	0.00575267	1.66255895	0.0973063	Signifikan

Sumber: Data Penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,05 \leq \alpha \leq 0,15$

Hasil ini membuktikan bahwa perbedaan rasio hutang antara perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi dengan perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva rendah, dipengaruhi positif oleh pembayaran dividen perusahaan. Dengan demikian pengaruh positif pembayaran dividen terhadap rasio hutang akan semakin signifikan ketika tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan tinggi. Hal ini membuktikan

bahwa tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan memoderasi pengaruh positif dividen terhadap rasio hutang. Hasil uji ini membawa konsekuensi logis pada penerimaan hipotesis ini yang mendukung teori *pecking order*, bahwa laba ditahan yang tinggi dipakai untuk melunasi hutang perusahaan, sehingga mengurangi bagian laba ditahan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Inversinya, pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan semakin banyaknya kebutuhan kas yang diperlukan dari bagian laba perusahaan. Bila ketersediaan bagian laba perusahaan tidak cukup memadai untuk kebutuhan membayarkan dividen, maka dana untuk pembayaran dividen diperoleh dari menerbitkan hutang (Miller, 1977; **lihat** juga hasil pengujian hipotesis 5 penelitian ini). Berarti pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang (Bhaduri, 2002; Deshmukh, 2005).

Namun, hasil pengujian dengan menggunakan model dinamis struktur modal menunjukkan hasil yang inkonklusif terhadap teori *pecking order*. Hasil uji membuktikan bahwa pembayaran dividen tahun lalu (DIV/MVE_{t-1}) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang tahun sekarang. Hasil ini memberi dukungan pada teori keagenan Jensen *et al* (1992), dan Chen & Strange (2006) yang mengungkapkan bahwa setiap kenaikan pembayaran dividen akan berdampak terhadap penurunan rasio hutang. Hasil uji ini bertentangan dengan temuan Tong & Green (2005) yang membuktikan bahwa pembayaran dividen yang besar pada periode sebelumnya akan meningkatkan kebutuhan kas periode berjalan, dan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar.

Inkonsistensi teori *pecking order* pada model dinamis ini dapat disebabkan oleh alasan dividen sebagai signal dan keyakinan bagi investor bahwa reinvestasi pendapatan akan menghasilkan dividen yang lebih tinggi secara substansial di masa mendatang.

Dividend yield yang tinggi tahun lalu merupakan signal untuk mempertahankan harga saham perusahaan saat sekarang tetap tinggi. Sebagaimana Myers & Majluf (1984) tentang versi dinamis *equity market timing* mengemukakan bahwa ketika investor sangat antusias tentang prospek *earning* perusahaan maka perusahaan cenderung menerbitkan ekuitas dan menolak pembiayaan dengan hutang untuk memperbaiki struktur modal dinamisnya (Baker & Wurgler, 2002; Srebulaev, 2003). Dengan demikian pembayaran *dividend yield* tinggi pada tahun lalu ketika harga saham perusahaan tinggi dan diikuti dengan emisi saham, maka untuk menjaga agar reputasi kesehatan keuangan tetap baik; manajer perusahaan melakukan penyesuaian struktur modal dinamis melalui pengurangan tingkat *market leverage*nya. Mekanisme ini dapat dijelaskan sebagai berikut: $MVEQ_{t-1}$ naik \rightarrow agar rasio $DIV/MVEQ_{t-1}$ konstan $\rightarrow MLEV_{t-1}$ harus turun $\rightarrow MLEV_t$ turun.

Walaupun penelitian ini tidak berhasil memberi bukti yang tegas bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, namun signifikansi dari hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa teori *pecking order* dan teori keagenan memiliki relevansi untuk digunakan dalam upaya mengkaji hubungan kebijakan dividen dengan struktur modal. Pemberdayaan investor oleh pihak manajemen dapat dilakukan melalui *sharing* informasi bahwa pembayaran dividen yang tinggi diberikan kepada investor ketika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi dan perusahaan memiliki *excess cashflow* yang memadai untuk membayarkan dividen. Kebijakan dividen memegang peranan penting dalam menentukan kebijakan hutang korporasi. Pemegang saham memandang dividen sebagai signal kemampuan perusahaan meningkatkan pendapatan mereka, sehingga perubahan dalam kebijakan dividen akan mempengaruhi sikap investor pada perusahaan. Manajer perlu memperbaiki kinerja

perusahaan dan merespon positif kepentingan para investor melalui peningkatan investasi dengan tujuan menekan *excess cashflow*, meningkatkan pembayaran dividen, dan menggunakan hutang untuk kepentingan perusahaan.

5.2.15 Pembahasan Hipotesis 15: Dividen dapat menjembatani (*intervening*) pengaruh Investasi terhadap Rasio Hutang

Hipotesis 15 ini dianalisis untuk tujuan memberi dukungan lebih kuat pada signifikansi peran kebijakan dividen dalam upaya mengoptimalkan struktur modal korporasi. Hipotesis 15 penelitian ini adalah pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat menjembatani pengaruh investasi terhadap rasio hutang perusahaan. Argumen ini dilandasi hasil studi Crutchley & Hansen (1989) mengenai hubungan simultan antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang yang saling bersubstitusi dalam upaya menekan konflik keagenan. Demikian juga dilandasi dari hasil temuan Deshmukh (2005), Hennessy & Whited (2005), dan Chen & Strange (2006), seperti yang tertuang pada riset gap 1 penelitian ini; bahwa masalah informasi asimetris atau konflik keagenan dapat dikurangi melalui mekanisme pembayaran dividen. Deshmukh (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan insider memiliki hubungan negatif dengan pembayaran dividen. Studi Deshmukh ini menunjukkan bukti bahwa dividen dipengaruhi oleh informasi asimetris, dan biaya emisi saham. Mollah (2000) menunjukkan bukti bahwa kepemilikan manajerial yang mendorong pihak manajer untuk melakukan reinvestasi atas laba yang diperoleh akan menyebabkan manajer mengurangi atau tidak membayarkan dividen sama sekali. Aktivisme pihak manajer oleh *insider ownership* ini akan mendorong pihak manajemen berinvestasi pada proyek-proyek riset dan pengembangan perusahaan yang produktif. Aktivisme ini berpengaruh pada berkurangnya bagian laba yang dapat dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham perusahaan.

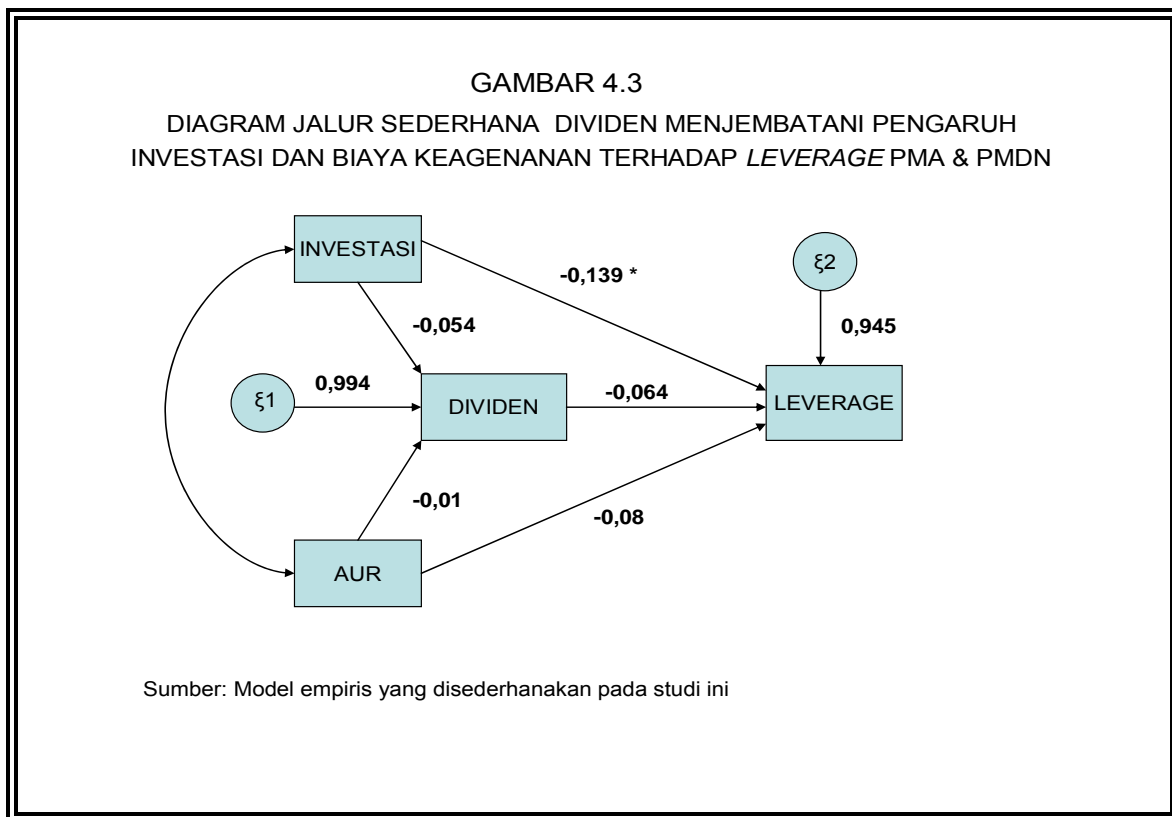
Berdasarkan teori keagenan, berkurangnya pembayaran dividen ini akan berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan (Jensen *et al*, 1992; dan Chen & Strange, 2006). Namun, pada kepemilikan saham yang atomistik dimana disinformasi sangat tinggi; dividen dianggap sebagai sarana untuk menjembatani informasi asimetris antara manajer dengan pemegang saham (Jensen *et al*, 1992; dan Mollah, 2000).

Rozeff (1982) menyebutkan bahwa pembayaran dividen dapat berfungsi sebagai *monitoring capital market* yang mengurangi kekuasaan manajer ketika perusahaan memperoleh *excess return* (modal baru). Biaya akan muncul jika perusahaan membayar dividen yang besar, aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan. Hal ini mendorong perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal. Chen *et al* (2006) menyebutkan pembayaran dividen muncul sebagai substitusi hutang di dalam struktur modal.

Pengujian hipotesis 15 penelitian ini dilakukan terlebih dahulu melalui uji spesifikasi Hausman untuk mendapatkan kesahihan kesimpulan mengenai variabel dividen sebagai variabel *intervening* bila persoalan endogenitas pada persamaan struktural signifikan. Hasil uji spesifikasi Hausman mengenai simultanitas antara kebijakan dividen, keputusan investasi, dan kebijakan hutang yang tersaji pada Tabel 4.17 memberikan bukti bahwa persoalan simultanitas atau endogenitas pada persamaan struktural sangat signifikan terjadi pada hubungan antara *leverage* dengan investasi, dan antara investasi dengan dividen. Sedangkan hubungan simultan antara *leverage* dengan dividen tidak signifikan. Hasil uji spesifikasi Hausman ini memberi bukti keberadaan dividen sebagai variabel *intervening* pada model empiris struktural struktur modal tersebut. Dengan demikian, hasil ini membawa konsekuensi logis pada penerimaan hipotesis 15 penelitian ini, yakni

dividen dapat menjembatani (*intervening*) pengaruh investasi pada rasio hutang korporasi. Hasil uji ini memberi petunjuk atau bukti awal bahwa keputusan investasi perusahaan secara umum akan semakin kuat atau lemah pengaruhnya terhadap struktur modal perusahaan ketika kebijakan dividen muncul sebagai *monitoring capital market*.

Hasil pengujian hipotesis 15 dengan menggunakan model persamaan struktural struktur modal menunjukkan hasil sebagai berikut:



Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa investasi berpengaruh signifikan langsung terhadap rasio hutang korporasi, namun pengaruh tidak langsung melalui dividen sebagai *intervening* tidak signifikan berpengaruh terhadap rasio hutang korporasi. Hasil yang sama berlaku juga pada total pengaruh rasio utilisasi aktiva terhadap rasio hutang *all firms* yang tidak signifikan dipengaruhi oleh pembayaran dividen.

Dalam format pengujian berbeda ditampilkan hasil koefisien-koefisien regresi baku yang sama dari model persamaan struktural struktur modal seperti di bawah ini:

$$\text{INVESTASI} = \alpha_1 (\text{UTILISASI AKTIVA}) + \xi_1$$

$$\text{DIVIDEN} = \beta_1 (\text{UTILISASI AKTIVA}) + \beta_2 (\text{INVESTASI}) + \xi_2$$

$$\text{LEVERAGE} = \Omega_1 (\text{UTILISASI AKTIVA}) + \Omega_2 (\text{INVESTASI}) + \Omega_3 (\text{DIVIDEN}) + \xi_3$$

dari hasil output SPSS versi 16.0 didapat koefisien-koefisien *standardized* persamaan regresi seperti tersaji pada Gambar 5.1 berikut ini:

GAMBAR 5.1

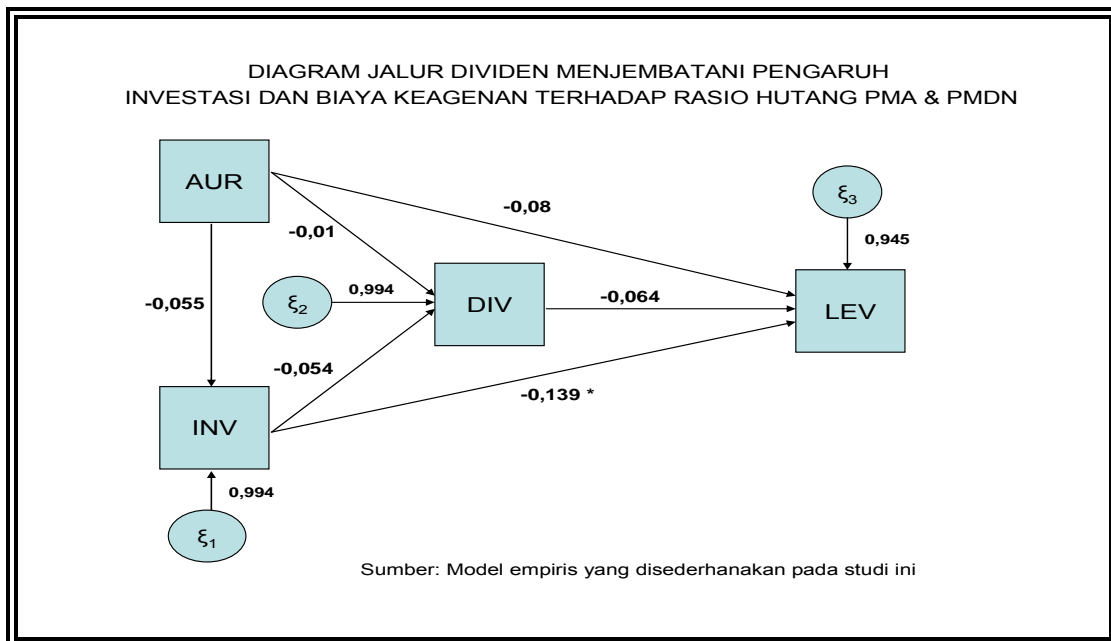


Diagram jalur Gambar 5.1 menunjukkan bahwa pembayaran dividen *all firms* tidak signifikan menjembatani pengaruh investasi dan biaya keagenan terhadap rasio hutang korporasi. Semakin tinggi investasi tidak signifikan menurunkan pembayaran dividen *all firms* kepada pemegang saham. Dengan menurunnya pembayaran dividen kepada pemegang saham *tidak* berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang korporasi *all firms*. Namun cukup bukti menunjukkan investasi *all firms* menjembatani pengaruh biaya keagenan terhadap rasio hutang korporasi. Rasio utilisasi aktiva tidak berpengaruh

signifikan langsung terhadap rasio hutang korporasi, namun berpengaruh signifikan tidak langsung melalui investasi terhadap rasio hutang korporasi *all firms*. Meningkatkan efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen dalam upaya mereduksi biaya keagenan yang tinggi cenderung akan menurunkan investasi, dengan menurunnya investasi akan mengakibatkan meningkatnya rasio hutang korporasi. Dengan kata lain, semakin tinggi biaya keagenan semakin menurunkan investasi; dengan penurunan investasi ini akan berpengaruh signifikan terhadap penambahan penggunaan hutang untuk mereduksi konflik keagenan yang tinggi tersebut. Hasil ini memberi bukti dukungan pada pendapat Jensen & Meckling (1976) bahwa penggunaan hutang yang tinggi dapat mengurangi kebutuhan terhadap investasi keuangan (*outside stock*) dan membantu mengurangi *agency problem* manajer dengan pemegang saham. Jensen (1986) menyatakan pula bahwa hutang dapat mengurangi *agency problem* terhadap investasi yang berlebihan yang dilakukan oleh pihak manajemen dengan biaya modal tinggi (*overinvestment*), karena *excess cashflow* tersedia sebagian dapat dialokasikan untuk melunasi hutang perusahaan. Hasil ini secara tidak langsung juga memperlihatkan investasi finansial seperti melalui penerbitan ekuitas atau kepemilikan saham publik; *berkorelasi* negatif dengan rasio hutang korporasi. Meningkatkan penerbitan saham dalam kaitan dengan peningkatan *monitoring* utilisasi aktiva perusahaan yang bersumber dari *outsider* akan mendorong pihak manajemen untuk menurunkan biaya *monitoring* internalnya, dalam hal ini adalah rasio hutang korporasi. Meningkatnya *monitoring* dari *outsider* ini akan berdampak pada meningkatnya pembayaran dividen, yang berarti pembayaran dividen disini muncul sebagai substitusi hutang di dalam struktur modal. Peningkatan pembayaran dividen ini memberikan signal bahwa pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan dengan baik

dan sebagai signal berkurangnya biaya keagenan dalam bentuk biaya *monitoring* internal maupun eksternal perusahaan.

Penerimaan hipotesis penelitian 15 ditunjukkan oleh diagram jalur untuk masing-masing status perusahaan (PMA atau PMDN) seperti yang telah tersaji pada Gambar 4.5.A, dan Gambar 4.5.B, dan yang tersaji pada Gambar 5.2 dan Gambar 5.3.

GAMBAR 4.5.A
DIAGRAM JALUR SEDERHANA DIVIDEN MENJEMBATANI PENGARUH INVESTASI
DAN BIAYA KEAGENAN TERHADAP *LEVERAGE* PMA

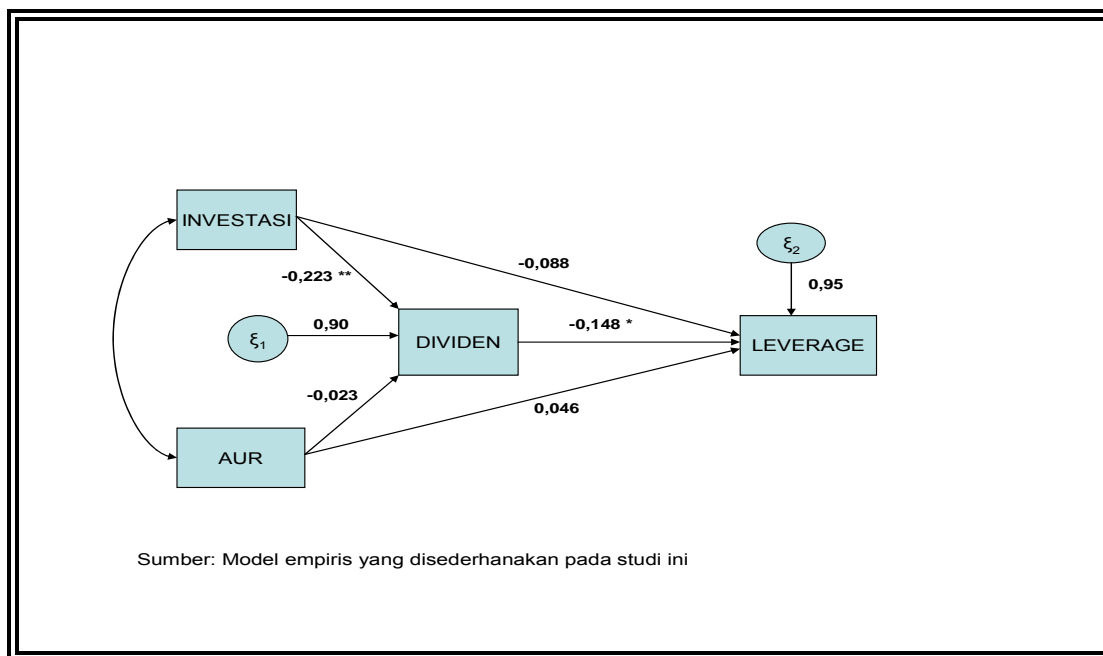
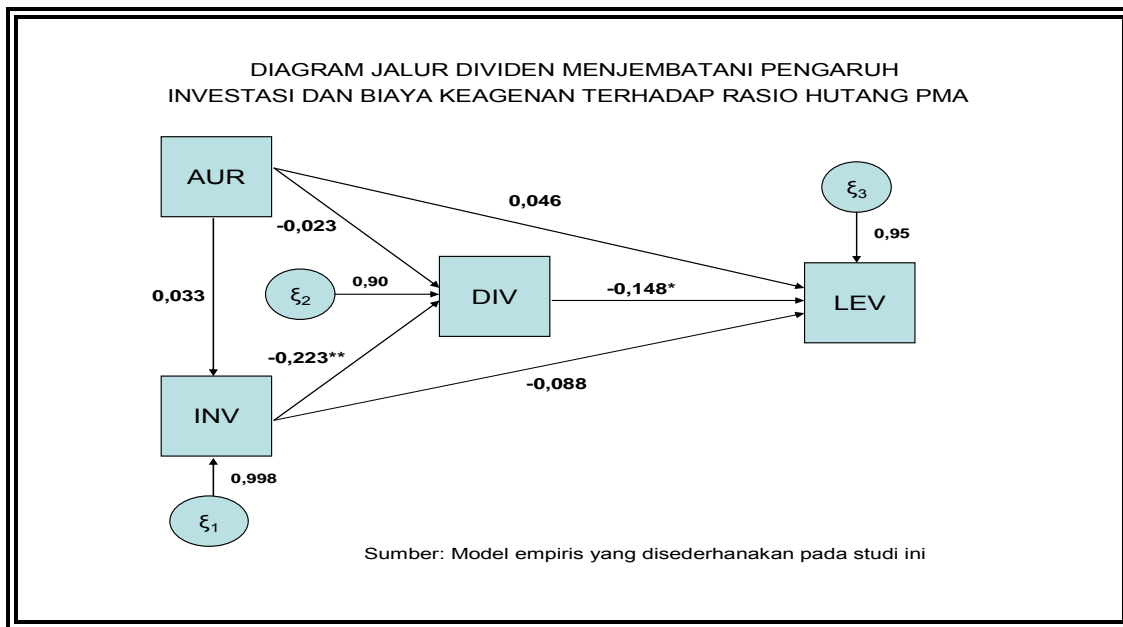


Diagram jalur Gambar 4.5.A menunjukkan bahwa semakin tinggi investasi akan semakin signifikan menurunkan pembayaran dividen kepada pemegang saham PMA. Menurunnya pembayaran dividen kepada pemegang saham ini signifikan berpengaruh terhadap meningkatnya rasio hutang korporasi PMA. Demikian juga walaupun tidak signifikan pengaruh negatif rasio utilisasi aktiva terhadap dividen, namun penurunan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena efek meningkatkan rasio utilisasi aktiva akan signifikan meningkatkan rasio hutang korporasi PMA. Dengan kata lain,

cukup bukti menunjukkan pembayaran dividen PMA menjembatani pengaruh investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap rasio hutang korporasi PMA.

Sementara Gambar 5.2 menunjukkan kebijakan dividen signifikan menjembatani (memperkuat) pengaruh utilisasi aktiva (biaya keagenan) dan investasi terhadap rasio hutang PMA dengan total pengaruh sebesar 0,0476.

GAMBAR 5.2



Hasil analisis jalur menunjukkan bahwa utilisasi aktiva dan investasi tidak signifikan berpengaruh langsung terhadap rasio hutang korporasi, namun pengaruh tidak langsung melalui dividen sebagai *intervening* berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang korporasi PMA, dengan besarnya pengaruh langsung dan tidak langsung sebagai berikut :

Pengaruh langsung AUR ke LEV		= 0,046
Pengaruh tidak langsung:		
- AUR ke DIV ke LEV	(-0,023)(-0,148)	= 0,0034
- AUR ke INV ke DIV ke LEV	(0,033)(-0,223)(-0,148)	= 0,0011
- AUR ke INV ke LEV	(0,033)(-0,088)	= 0,0029
		+
Total pengaruh AUR ke LEV		= 0,0476

Pengaruh tidak langsung AUR melalui DIV memberikan tambahan pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang sebesar 0,0034, sedangkan pengaruh tidak langsung AUR melalui INV dan DIV memberikan tambahan pengaruh yang signifikan terhadap rasio hutang sebesar 0,0011. Namun, pengaruh tidak langsung AUR melalui INV tanpa melalui DIV memberikan tambahan pengaruh yang tidak signifikan terhadap rasio hutang sebesar 0,0029. Angka-angka statistik ini memberikan bukti bahwa kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh investasi dan utilisasi aktiva (biaya keagenan) terhadap rasio hutang korporasi PMA. Sedangkan investasi tidak signifikan memediasi hubungan utilisasi aktiva dengan rasio hutang PMA.

Diagram jalur Gambar 5.2 menjelaskan bahwa meningkatkan efektivitas utilisasi aktiva melalui peningkatan investasi akan berpengaruh signifikan terhadap penurunan pembayaran dividen kepada pemegang saham, dan berkurangnya pembayaran dividen tersebut berdampak signifikan terhadap meningkatnya rasio hutang PMA. Dalam konteks manajemen keuangan dikatakan bahwa meningkatkan *monitoring* utilisasi aktiva perusahaan yang bersumber dari investasi finansial akan mendorong pihak manajemen untuk meningkatkan biaya *monitoring* eksternalnya karena bertambahnya kontrol perusahaan dari *outsider* seperti kepemilikan saham PMA oleh pihak institusional. Meningkatnya *monitoring* yang dilakukan oleh pihak *outsider* ini membuat kontrol perusahaan oleh pihak manajemen menjadi berkurang. Selanjutnya dengan naiknya biaya *monitoring* eksternal ini, agar pemaksimalan nilai perusahaan tetap terjaga maka pihak manajemen mengharapkan para pemegang saham lebih memilih melakukan reinvestasi atas pembayaran dividen guna menambah modal perusahaan.

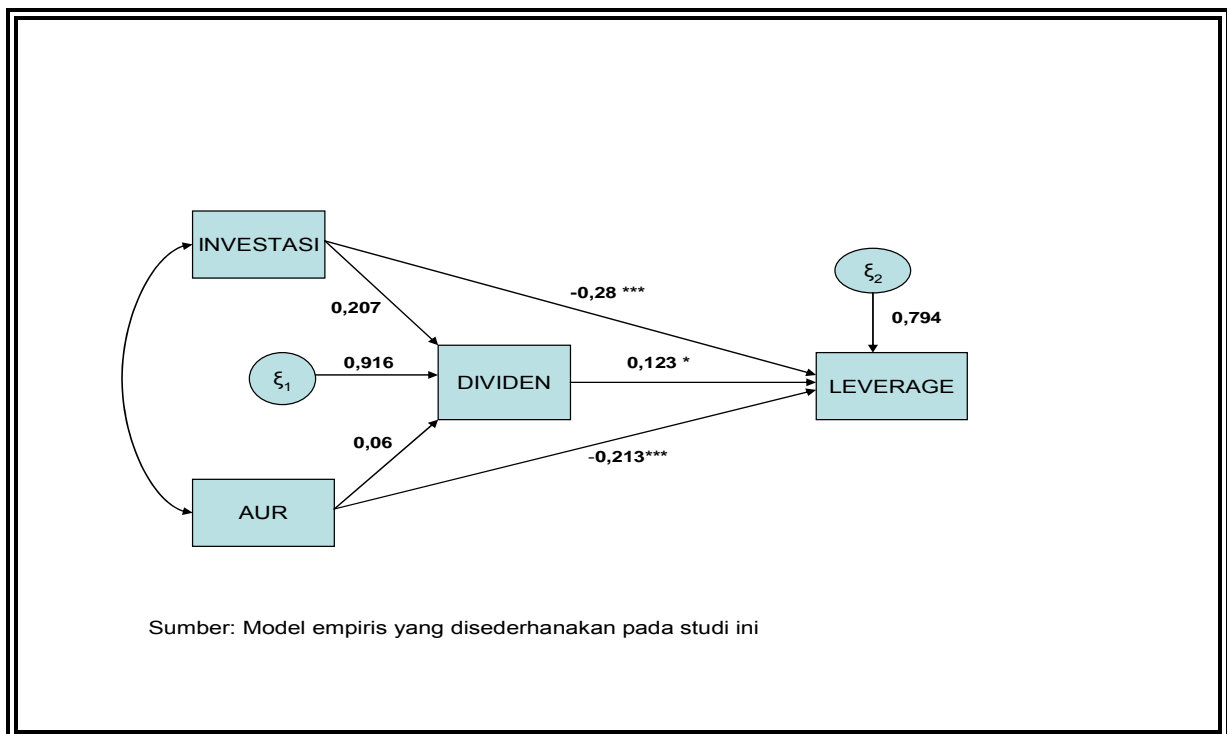
Reinvestasi pembayaran dividen ke dalam perusahaan ini berdampak signifikan pada penurunan pembayaran dividen PMA. Penurunan pembayaran dividen ini memberikan insentif bagi pemegang saham untuk melakukan *risk-shifting* karena terdilusnya kekayaan mereka. Pemegang saham melakukan tekanan (aktivisme) kepada pihak manajemen untuk berinvestasi pada proyek-proyek investasi yang menguntungkan perusahaan. Untuk menekan perilaku oportunistik dan mengontrol secara efektif tindakan pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan dengan baik, maka pemegang saham meningkatkan pembiayaan perusahaan melalui hutang. Peningkatan pembiayaan perusahaan melalui hutang ini akan mendorong kehati-hatian pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan karena adanya beban bunga tetap yang harus dibayar selain pokok pinjaman, disamping penggunaan hutang dapat menimbulkan peluang kebangkrutan perusahaan.

Dengan demikian temuan ini konsisten dengan asumsi teori keagenan bahwa untuk mengatasi persoalan keagenan melalui *instrument* hutang, pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Temuan ini menunjukkan bukti bahwa mekanisme kontrol yang dilakukan perusahaan PMA di Indonesia melalui kebijakan dividen dan kebijakan hutang perusahaan efektif menurunkan konflik keagenan, sekaligus menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen merupakan substitusi bagi kebijakan hutang dalam struktur modal korporasi PMA (Jensen *et al*, 1992; Crutchley *et al*, 1999; dan Chen *et al*, 2006). Bila dikaitkan dengan *corporate culture* terlihat bahwa perilaku manajer perusahaan PMA dalam mencapai obyektif korporasi yang terkendala pada

konflik keagenannya menganut kultur korporasi ”*corporate maximizing model*” (Eiteman *et al*, 1995).

Sementara di lain pihak, bukti sebaliknya ditunjukkan oleh perusahaan-perusahaan PMDN di Indonesia yang menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang, yang konsisten dengan teori *pecking order*. Gambar 4.5.B menunjukkan bahwa investasi dan rasio utilisasi aktiva berpengaruh signifikan negatif langsung terhadap rasio hutang korporasi PMDN.

GAMBAR 4.5.B
DIAGRAM JALUR SEDERHANA DIVIDEN MENJEMBATANI PENGARUH INVESTASI
DAN BIAYA KEAGENAN TERHADAP *LEVERAGE* PMDN



Walaupun pengaruh positif investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap pembayaran dividen tidak signifikan, namun peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena meningkatnya investasi dan pengelolaan aktiva, akan mengakibatkan semakin signifikan meningkatkan rasio hutang korporasi PMDN. Dengan kata lain,

cukup bukti menunjukkan pembayaran dividen kepada pemegang saham menjembatani pengaruh investasi dan rasio utilisasi aktiva terhadap rasio hutang korporasi PMDN.

Diagram jalur Gambar 5.3 menjelaskan bahwa utilisasi aktiva dan investasi sangat berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang PMDN. Disamping pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung utilisasi aktiva dan investasi melalui kebijakan dividen juga signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMDN.

GAMBAR 5.3

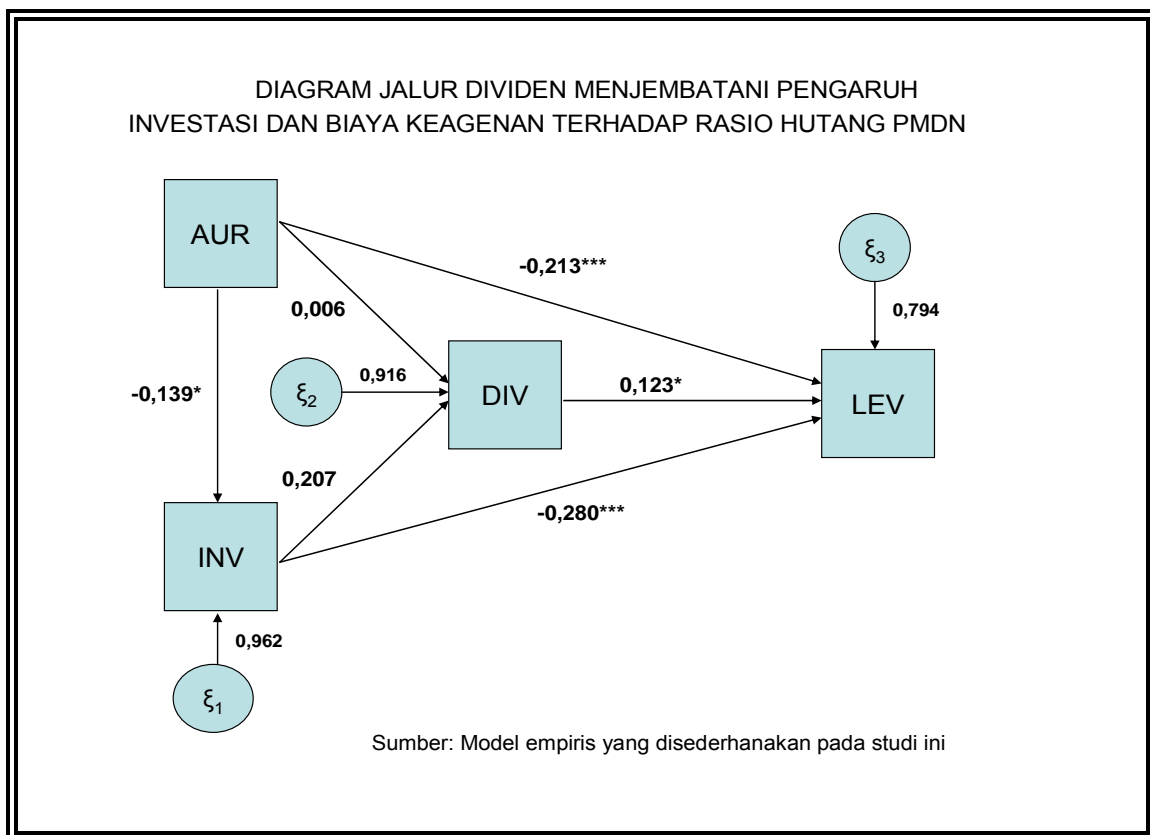


Diagram jalur Gambar 5.3 menjelaskan bahwa meningkatkan efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen dalam upaya mereduksi biaya keagenan yang tinggi berdampak pada berkurangnya hasrat pihak manajemen untuk berinvestasi. Berkurangnya investasi ini akan mengakibatkan berkurangnya pembayaran dividen

kepada pemegang saham. Penurunan pembayaran dividen ini signifikan menurunkan rasio hutang PMDN. Sebaliknya, untuk mengurangi persoalan *underinvestment* pihak manajemen mendorong pemegang saham dan investor potensial melakukan reinvestasi maupun investasi keuangan mereka ke dalam perusahaan melalui penerbitan ekuitas yang berdampak pada peningkatan pembayaran dividen dan biaya *monitoring* eksternal sebagai akibat bertambahnya kontrol perusahaan dari pihak *outsider*. Peningkatan pembayaran dividen ini memberi signal positif mengenai stabilisasi aliran kas di masa mendatang, sehingga mendorong pihak investor untuk membeli saham perusahaan, serta memicu para pemegang saham untuk menginvestasikan kembali dana mereka ke dalam perusahaan. Menurut teori *pecking order* pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan semakin banyaknya kebutuhan kas yang diperlukan dari bagian laba perusahaan. Bila ketersediaan bagian laba perusahaan tidak cukup memadai untuk kebutuhan membayar dividen, maka dana untuk pembayaran dividen diperoleh dari menerbitkan hutang. Untuk membiayai pembayaran dividen dan biaya *monitoring* eksternal tersebut, pihak manajemen meningkatkan penggunaan hutang perusahaan.

Sebagaimana telah diungkapkan pada pengujian sebelumnya yang tersaji pada Tabel 4.9.B dan 4.10.B bahwa perusahaan PMDN terindikasi memiliki struktur kepemilikan saham yang atomistik dengan rata-rata kepemilikan saham oleh pihak eksternal lebih tinggi dari pada PMA, sehingga PMDN ditenggarai sebagai perusahaan yang memiliki informasi asimetri yang tinggi, maka untuk mengatasi konflik keagenan yang timbul karena persoalan informasi asimetri pihak pemegang saham eksternal melakukan penekanan kepada pihak manajemen untuk mengelola aktiva ke dalam investasi-investasi jangka panjang, dan mendorong pihak manajemen untuk melakukan *repurchase of stocks*

agar kontrol mereka terhadap perusahaan tetap kuat. Agar nilai perusahaan tetap maksimum maka pihak manajemen mengharapkan para pemegang saham pengendali melakukan investasi kembali dananya ke dalam perusahaan. Sebagai kompensasi atas reinvestasi ini pihak manajemen melakukan peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Peningkatan pembayaran dividen ini memberikan signal bahwa pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan dengan baik disamping sebagai signal positif bagi para pemegang saham untuk reinvestasi. Pembayaran dividen kepada pemegang saham ini sebagian besar didanai dari penerbitan hutang. Penggunaan hutang oleh perusahaan seiring dengan meningkatnya pembayaran dividen kepada pemegang saham merupakan signal perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Temuan riset ini memberi bukti dukungan pada teori *signaling* dan *pecking order* bahwa meningkatnya *monitoring* dari *outsider* berdampak pada meningkatnya pembayaran dividen dan rasio hutang perusahaan, dan penggunaan hutang oleh perusahaan dapat digunakan sebagai bukti keyakinan profitabilitas perusahaan atas dasar hipotesis *pecking order*. Temuan ini juga memberi dukungan pada argumen Barclay *et al* (1995) bahwa perusahaan dengan informasi asimetri yang tinggi cenderung menerbitkan hutang dibandingkan ekuitas. Bila dikaitkan dengan *corporate culture* terlihat perilaku manajer PMDN menunjuk pada kultur korporasi "*shareholders maximizing model*" dalam mencapai obyektif korporasi yang terkendala pada peminimuman konflik keagenannya. Dengan demikian, hasil temuan riset ini memberi dukungan pada pengujian hipotesis 14 sebelumnya bahwa pada perusahaan PMDN pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan.

5.2.16 Pembahasan Hipotesis 16: Perbedaan Biaya Keagenan dan Biaya Kebangkrutan perusahaan Multinasional dengan perusahaan Domestik

Pengujian hipotesis 16 ini untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua, yakni bagaimana perbedaan rasio hutang perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik berdasarkan teori keagenan?

TABEL 5.5
RINGKASAN HASIL UJI KESEJAJARAN PERSAMAAN GARIS PMA VS PMDN

<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0,738136836				
Adjusted R Square	0,699377621				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	24	154259,9822	6427,499258	22,4107574	1,8489E-45
Residual	336	96366,20998	286,8041964		
Total	360	208985,6169			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	61,15928482	5,766313892	10,60630517	6,29518E-23	Signifikan
LOG(INV)	-6,44008824	1,651582455	-3,89934406	0,00011598	Signifikan
DIVIDEND	1,286515272	0,410266729	3,1358021	0,00186154	Signifikan
EBIT/A	-0,75320749	0,18492383	-4,07306883	5,7635E-05	Signifikan
SIZE	3,324198196	2,083615936	1,59539872	0,11154136	Signifikan
DGROW	-20,4870847	2,61493207	-7,83465273	5,9141E-14	Signifikan
RISKREL	-0,43648134	0,263621527	-1,65571205	0,09869205	Signifikan
AUR	0,112400724	0,023174821	4,850122717	1,8705E-06	Signifikan
EARNVOL	-0,74037406	1,356108861	-0,54595474	0,58545092	Tdk Signifikan
MVEQ	-0,01342401	0,0058702	-2,28680677	0,02281409	Signifikan
CVA	0,212600566	0,079471772	2,67517083	0,00782609	Signifikan
TAXPAY	-0,00286161	0,008208291	-0,34862486	0,72758423	Tdk Signifikan
MARKET SHARE	0,098665806	0,070950594	1,390626932	0,16523753	Tdk Signifikan
DUMMY	-15,9123577	5,808291985	-2,73959328	0,00647218	Signifikan
D*EBIT/A	-0,20699431	0,222219005	-0,9314879	0,35225450	Tdk Signifikan
D*SIZE	6,006872239	4,233143899	1,419009696	0,15680161	Tdk Signifikan
D*DGROW	7,367328384	6,323524097	1,383919421	0,11728037	Signifikan
D*RISKREL	0,54794489	0,442258454	1,23896985	0,21620136	Tdk Signifikan
D*AUR	0,132542504	0,034414338	3,851374476	0,00014007	Signifikan
D*EARNVOL	-3,62290072	1,747804702	-2,07282926	0,03893241	Signifikan
D*CVA	-0,29244264	0,114974019	-2,54355414	0,01141019	Signifikan
D*MRKSHARE	0,119082273	0,099426845	1,197687332	0,23186335	Tdk Signifikan
D*MVEQUITY	0,009615117	0,008360649	1,150044384	0,25092446	Tdk Signifikan
D*INVEST	5,905649291	2,258230278	2,615166996	0,00931098	Signifikan
D*DIVIDEND	-1,4282405	0,505892285	-2,82321068	0,00503129	Signifikan

Sumber: TABEL 4.22 disajikan kembali. Catatan: DUMMY PMA = 1; DUMMY PMDN = 0

Kesimpulan hasil pengujian mengenai perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN, dimana *market share* diukur dengan *measurement error* yang diringkas dan disajikan kembali pada Tabel 5.6 berikut ini:

TABEL 5.6
HASIL UJI KOEFISIEN ARAH DETERMINAN STRUKTUR MODAL
PERUSAHAAN PMA VS PMDN
MARKET SHARE DIUKUR DENGAN *MEASUREMENT ERROR*

DETERMINAN STRUKTUR MODAL	STATUS PERUSAHAAN PMA		STATUS PERUSAHAAN PMDN	
	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN	KOEFISIEN	SIGNIFIKAN
EBIT TO ASSETS	(-)	SIG	(-)	SIG
GROWTH	(-)	SIG	(-)	SIG
SIZE OF ASSETS	(+)	SIG	(+)	NONSIG
BUSINESS RISK	(+)	NONSIG	(-)	NONSIG
AGENCY (AUR)	(+)	SIG	(-)	NONSIG
EARNING VOLATIL	(-)	SIG	(-)	NONSIG
MVEQUITY	(-)	SIG	(+)	SIG
COLLATERAL ASSET	(-)	NONSIG	(+)	SIG
CORPORATE TAX	(-)	SIG	(+)	NONSIG
INVESTMENT	(-)	SIG	(-)	SIG
DIVIDEND	(+)	NONSIG	(+)	SIG
MARKET SHARE	(+)	SIG	(-)	NONSIG
MARKET SHARE*INV	(+)	SIG	(+)	SIG

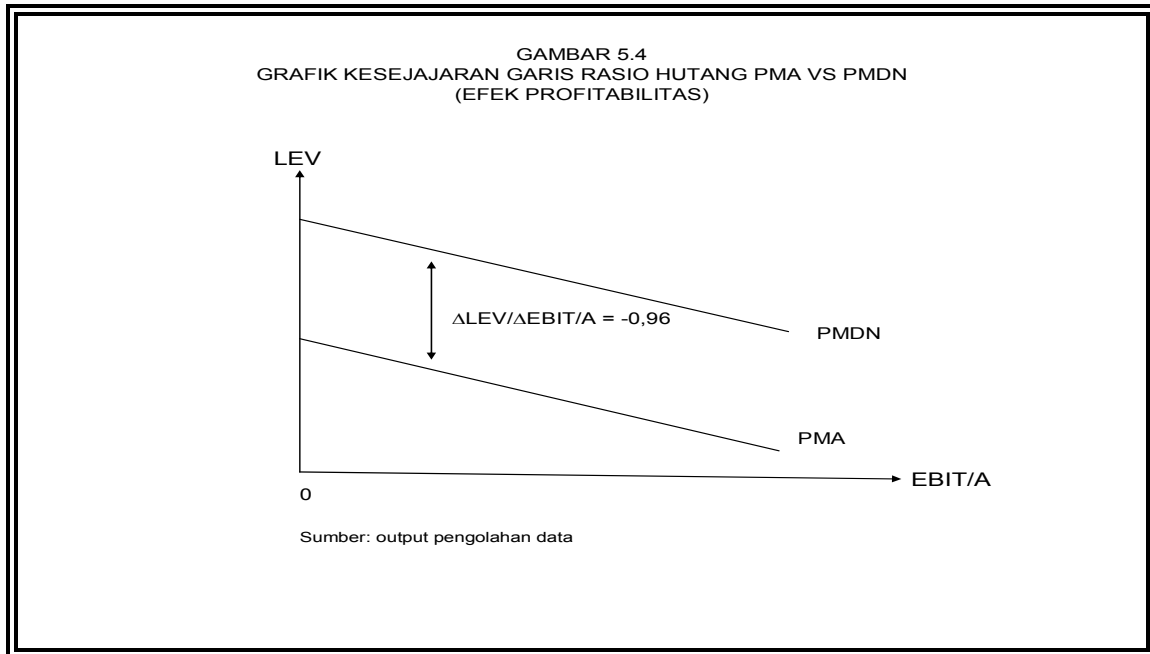
Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: SIG = Signifikan, NONSIG = Tidak signifikan

Perbedaan Rasio Hutang karena Profitabilitas (EBIT/A)

Tabel 5.5 menyajikan hasil pengujian interaksi profitabilitas dengan status perusahaan ($D \cdot \text{EBIT}/A$) yang tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Hasil uji ini belum dapat memberikan bukti ketidaksejajaran garis rasio hutang PMA dengan PMDN karena perbedaan profitabilitas. Perbedaan rasio hutang PMA sebesar -15,91 kali rasio hutang PMDN tidak dipengaruhi oleh perubahan EBIT. Secara matematis perbedaan rasio kedua status perusahaan tersebut (kedua persamaan garis sejajar) dinyatakan sebagai $\Delta \text{LEV} = -0,9602 (\Delta \text{EBIT}/A)$.

Untuk berbagai tingkat profitabilitas; perbedaan rasio hutang PMA terhadap PMDN sebesar -0,9602 perbedaan EBIT/A kedua status perusahaan, dimana rasio hutang PMA lebih rendah daripada rasio hutang PMDN.



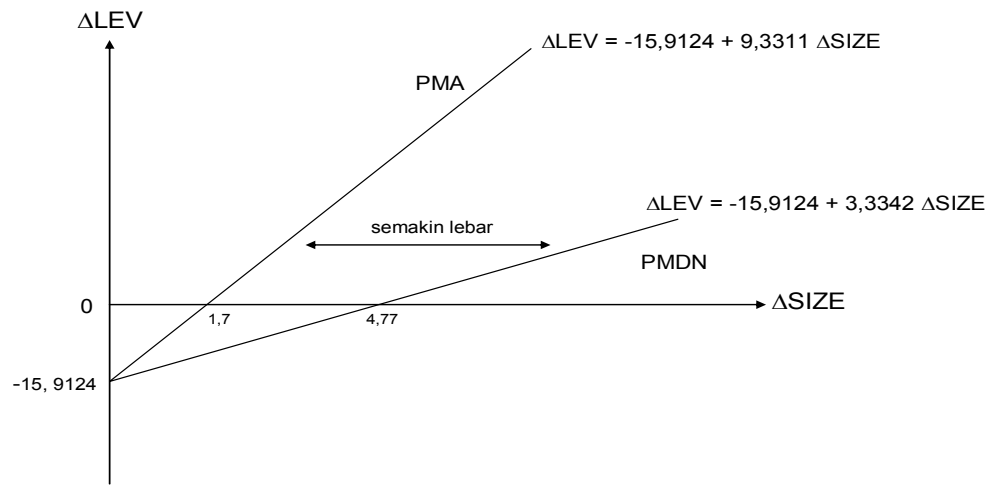
Interpretasi lain dari persamaan ini menegaskan bahwa perbedaan rasio hutang PMA yang lebih rendah 15,91% dari rasio hutang PMDN tidak dipengaruhi oleh interaksi profit (EBIT/A) dengan perbedaan status perusahaan PMA atau PMDN, secara matematis dinyatakan sebagai $\Delta LEV = [-15,9124 - 0,207 \text{ EBIT/A}](\Delta D)$. Rasio hutang masing-masing status perusahaan sangat dipengaruhi negatif oleh profit (EBIT/A) itu sendiri. Setiap kenaikan profit sebesar 1% dapat diharapkan *menurunkan* rasio hutang masing-masing status perusahaan sebesar 0,7532%. Hasil uji ini (Gambar 5.4) yang memberi bukti kesejajaran garis rasio hutang PMA terhadap PMDN, *tidak* mendukung temuan Vera *et al* (2005) yang menunjukkan di Indonesia, perbedaan rasio hutang perusahaan multinasional dengan domestik akan semakin melebar ketika perbedaan profitabilitas semakin besar.

Perbedaan Rasio Hutang karena Besaran Aktiva (SIZE)

Hasil uji menunjukkan interaksi ukuran perusahaan dengan status perusahaan (D*SIZE) berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang. Hasil uji ini memberikan bukti yang kuat adanya perbedaan pengaruh (ketidaksejajaran) besaran aktiva antara perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN terhadap rasio hutang korporasi. Perbedaan rasio hutang PMA dengan rasio hutang PMDN sebesar 15,91% sangat dipengaruhi oleh perubahan besaran aktiva perusahaan. Secara matematis perbedaan rasio hutang kedua status perusahaan tersebut dinyatakan sebagai $\Delta LEV/\Delta SIZE = 3,3242 + 6,0069(D)$. Dengan kata lain, semakin positif perbedaan besaran aktiva, maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN. Hasil uji ini menunjukkan bahwa sensitivitas rasio hutang terhadap besaran aktiva PMA (9,3311) lebih tinggi daripada sensitivitas rasio hutang terhadap besaran aktiva PMDN (3,3242). Dengan tampilan lain diinterpretasikan sebagai perbedaan rasio hutang PMA yang lebih rendah 15,91% dari rasio hutang PMDN dipengaruhi positif oleh setiap kenaikan 1% besaran aktiva.

Tabel 5.6 menunjukkan bahwa besaran aktiva (SIZE) perusahaan PMA berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang PMA, sedangkan pada perusahaan PMDN walaupun tidak signifikan; besaran aktiva berpengaruh positif pada rasio hutang PMDN. Dengan demikian, interpretasi besaran sensitivitas ini menjelaskan bahwa setiap kenaikan 1 % besaran aktiva akan *meningkatkan* rasio hutang PMA sebesar 9,33%, sedangkan rasio hutang PMDN akan *meningkat* sebesar 3,33%. Dengan kata lain semakin positif perbedaan ukuran perusahaan, maka perbedaan rasio hutang perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN akan semakin melebar (lihat Gambar 5.5).

GAMBAR 5.5
PERBEDAAN PENGARUH BESARAN AKTIVA PMA vs PMDN



Sumber: output pengolahan data

Gambar 5.5 di atas memberikan bukti bahwa ada kecenderungan perusahaan PMA di Indonesia yang berukuran besar menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan jangka panjang lebih besar dibandingkan perusahaan PMDN. Bukti empiris ini tidak mendukung temuan Sulistianingsih (2001) yang menunjukkan fenomena perusahaan domestik di Indonesia yang berukuran besar menggunakan hutang lebih besar dibanding perusahaan multinasional.

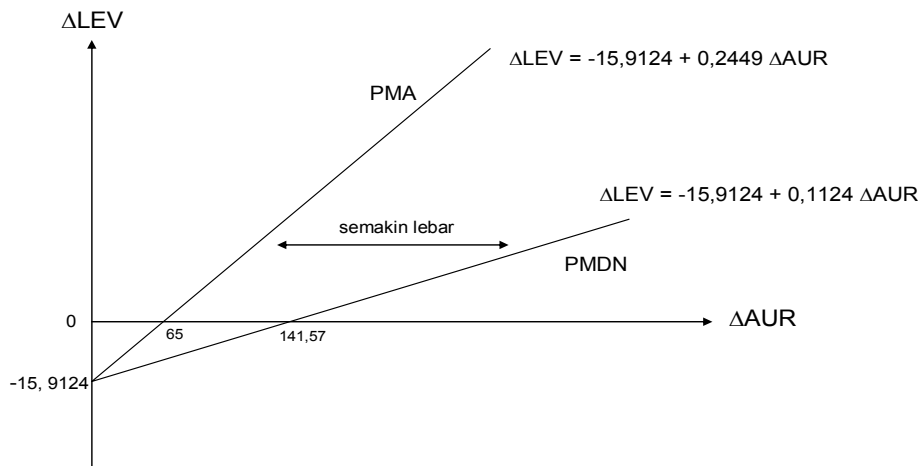
Perbedaan Rasio Hutang karena Biaya Keagenan (AUR)

Perbedaan struktur modal perusahaan multinasional dengan perusahaan domestik dapat disebabkan oleh biaya keagenan. Biaya keagenan dalam penelitian ini menggunakan proksi *assets utilization ratio* (AUR) yang mencerminkan inversi dari biaya keagenan. Semakin tinggi rasio utilisasi aktiva perusahaan maka akan semakin menekan biaya keagenan perusahaan ke level yang lebih rendah. Fatemi (1988), dan

Vera *et al* (2005) menunjukkan perbedaan biaya keagenan perusahaan multinasional dengan domestik. Perusahaan PMA sebagai anak perusahaan multinasional yang berinduk di negara lain dengan tingkat persaingan tertentu, otomatis menghadapi biaya keagenan yang lebih besar daripada perusahaan PMDN. Hasil pengujian interaksi efektivitas utilisasi aktiva dengan status perusahaan ($D \cdot AUR$) memberikan bukti yang kuat adanya perbedaan pengaruh (ketidaksejajaran) biaya keagenan PMA dengan PMDN terhadap rasio hutang. Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN sangat dipengaruhi oleh perubahan efektivitas pengelolaan aktiva pihak manajemen. Secara matematis perbedaan dinyatakan sebagai $\Delta LEV / \Delta AUR = 0,1124 + 0,1325(D)$. Dengan kata lain, semakin positif perubahan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen, maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN. Hasil uji ini menunjukkan bahwa sensitivitas *leverage* terhadap rasio utilisasi aktiva PMA ($0,2449$) lebih tinggi daripada sensitivitas *leverage* terhadap rasio utilisasi aktiva PMDN ($0,1124$).

Tabel 5.6 menunjukkan bahwa rasio utilisasi aktiva perusahaan PMA berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang, sedangkan pada perusahaan PMDN walaupun tidak signifikan; rasio utilisasi aktiva berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Dengan demikian, interpretasi utilisasi sensitivitas ini menjelaskan bahwa setiap kenaikan 1 % efektivitas utilisasi aktiva akan *meningkatkan* rasio hutang PMA sebesar 24,49%, sedangkan rasio hutang PMDN akan *menurun* sebesar 11,24%. Dengan kata lain semakin positif perbedaan efektivitas utilisasi aktiva, maka perbedaan rasio hutang perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN akan semakin melebar dari perbedaan rasio hutang kedua status perusahaan semula, yakni -15,91% (lihat Gambar 5.6).

GAMBAR 5.6
PERBEDAAN PENGARUH BIAYA KEAGENAN PMA vs PMDN



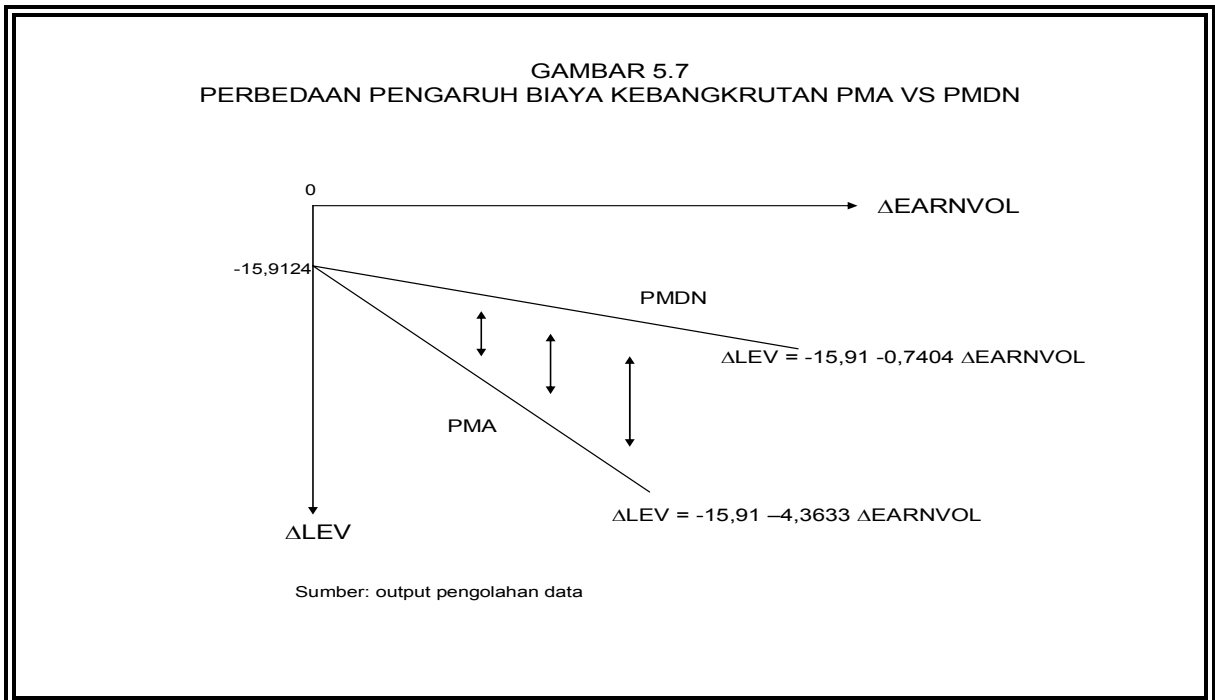
Sumber: output pengolahan data

Gambar 5.6 di atas memperlihatkan efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen perusahaan PMA lebih tinggi daripada perusahaan PMDN, yang berarti biaya keagenan perusahaan PMA lebih rendah daripada biaya keagenan perusahaan PMDN.

Perbedaan Rasio Hutang karena Biaya Kebangkrutan

Seperti telah disebutkan di atas bahwa biaya kebangkrutan yang diproksi oleh volatilitas *earning* tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi, namun pengaruh biaya kebangkrutan akan signifikan ketika berinteraksi dengan status perusahaan. Hasil uji interaksi EARNVOL dengan status perusahaan ($D \cdot EARNVOL$) menyimpulkan bahwa rasio hutang perusahaan PMA yang lebih rendah daripada rasio hutang PMDN, sangat dipengaruhi oleh perubahan biaya kebangkrutan. Secara matematis perbedaan dinyatakan sebagai $\Delta LEV = [-0,7404 - 3,6229(D)](\Delta EARNVOL)$. Dengan kata lain, semakin positif perbedaan volatilitas *earning*, maka semakin lebar perbedaan

rasio hutang PMA terhadap PMDN. Hasil uji ini menunjukkan bahwa sensitivitas rasio hutang terhadap volatilitas *earning* PMA (-4,3633) lebih tinggi daripada sensitivitas rasio hutang terhadap volatilitas *earning* PMDN (-0,7404). Rasio hutang perusahaan PMA akan berkurang sebesar 4,36% ketika volatilitas *earning* meningkat sebesar 1%, sementara rasio hutang PMDN akan berkurang sebesar 0,74%. Sensitivitas rasio hutang terhadap volatilitas *earning* PMA yang hampir 6 kali dari sensitivitas rasio hutang PMDN sejalan dengan hasil pengujian perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN yang disajikan Tabel 5.6 dimana volatilitas *earning* berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang PMA, sedangkan pada PMDN efek volatilitas *earning* terhadap rasio hutang tidak signifikan (garis rasio hutang PMDN lebih landai dibandingkan garis rasio hutang PMA).



Gambar 5.7 menyajikan rasio hutang kedua status perusahaan PMA dan PMDN dipengaruhi negatif oleh volatilitas *earning*. Rasio hutang PMA sangat sensitif terhadap

kenaikan volatilitas *earning* (biaya kebangkrutan), namun volatilitas *earning* tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN. Hal ini dikarenakan perusahaan PMA yang merupakan anak perusahaan yang dibentuk oleh perusahaan multinasional yang berkedudukan di negara lain, menghadapi tingkat persaingan yang tinggi dibandingkan perusahaan PMDN, otomatis rasio hutang korporasi PMA sangat sensitif terhadap biaya kebangkrutan yang lebih besar daripada biaya kebangkrutan PMDN.

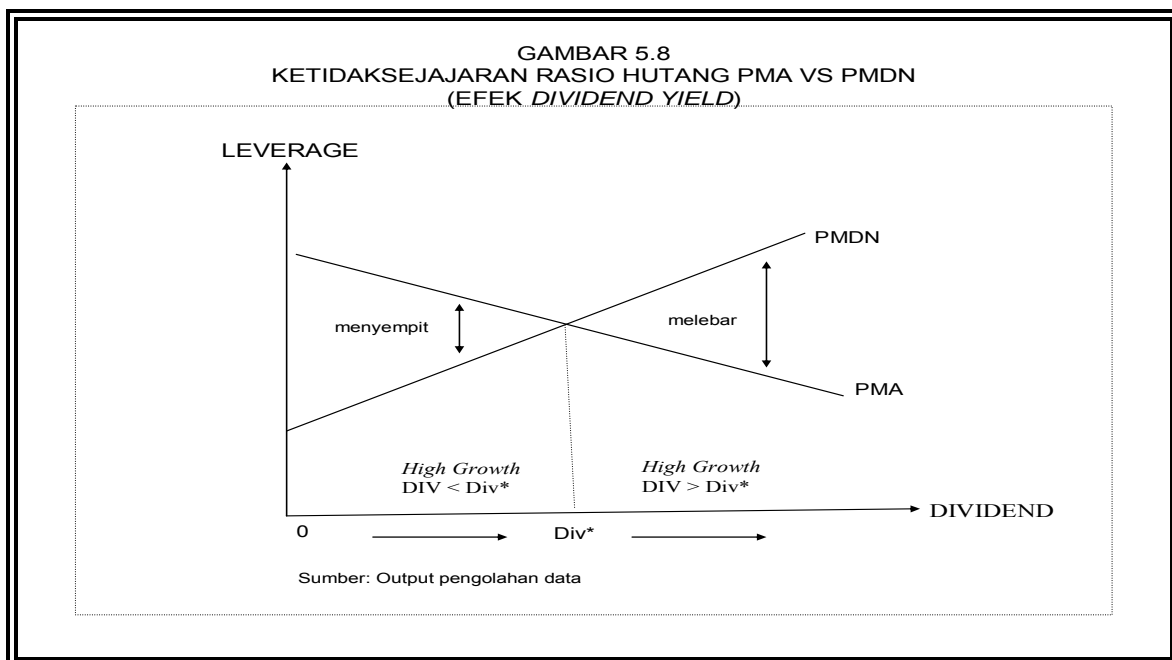
Hasil pengujian ini mendukung temuan Akhtar (2005), dan Ju (2005) yang intinya struktur modal dipengaruhi oleh biaya kebangkrutan yang memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Temuan Akhtar (2005) di Australia biaya kebangkrutan merupakan determinan rasio hutang multinasional (MNC), namun biaya kebangkrutan tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio hutang perusahaan domestik (DC). Hasil ini tidak mendukung temuan Supanvanij (2006) yang melakukan penelitian perbedaan struktur modal perusahaan DC dengan MNC di Asia. Temuannya menunjukkan volatilitas *earning* berpengaruh positif terhadap rasio hutang MNC di Asia. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Vera *et al* (2005) di Indonesia yang menunjukkan semakin besar biaya kebangkrutan akan semakin rendah rasio hutang PMA, dan akan semakin lebar perbedaan rasio hutangnya dengan perusahaan PMDN.

5.2.17 Pembahasan Hipotesis 17: Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Tabel 5.8 menunjukkan hasil uji koefisien regresi variabel interaksi pertumbuhan aktiva dengan status perusahaan bertanda positif dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,15$. Dengan angka statistik ini, hipotesis penelitian 17 ini terbukti secara statistik menunjukkan rasio hutang PMA akan berkurang sebesar 13,12% ketika pertumbuhan

aktiva meningkat sebesar 1%, sementara rasio hutang PMDN akan berkurang sebesar 20,49%. Perbedaan rasio hutang PMA dengan PMDN akan semakin lebar manakala tingkat pertumbuhan aktiva PMA di atas pertumbuhan industrinya (*high growth*). Inversinya, perbedaan akan semakin menyempit ketika tingkat pertumbuhan aktiva PMA di bawah industrinya (*low growth*). Kesimpulan yang dapat diperoleh dari hasil ini adalah tingkat pertumbuhan aktiva *all firms* di Indonesia berhubungan terbalik dengan kebijakan hutang korporasi.

Sedangkan dari sudut pembayaran dividen ditunjukkan variabel interaksi status perusahaan dengan pembayaran dividen berpengaruh negatif terhadap rasio hutang. Pada perusahaan PMA, kenaikan sebesar 1% pembayaran dividen akan berdampak menurunkan rasio hutang PMA sebesar 0,14%. Sementara rasio hutang PMDN meningkat sebesar 1,29%. Angka sensitivitas ini berimplikasi pada kesimpulan bahwa kebijakan hutang PMA berbanding terbalik dengan kebijakan dividen, sedangkan kebijakan hutang PMDN berbanding lurus dengan kebijakan dividen (Gambar 5.8).



Gambar 5.8 memperlihatkan bahwa pada perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva tinggi, perbedaan rasio hutang PMA terhadap PMDN akan semakin menyempit ketika besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan lebih rendah daripada besarnya dividen keseimbangan *leverage*. Sebaliknya pada tingkat pertumbuhan aktiva tinggi, perbedaan rasio hutang PMA terhadap PMDN akan semakin melebar ketika besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan lebih tinggi dari deviden keseimbangan *leverage*. Dari Gambar 5.8 ditunjukkan perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhan aktivanya tinggi akan membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan PMDN, ketika rasio hutang PMA lebih tinggi daripada PMDN. Namun, pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi dan ketika rasio hutang PMA lebih rendah daripada PMDN, maka dividen yang dibayarkan PMA lebih tinggi daripada PMDN. Dengan demikian, berdasarkan uraian tersebut, hasil riset ini belum berhasil menjawab pertanyaan penelitian kedua bahwa perbedaan rasio hutang antara perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN) berdasarkan perspektif teori keagenan dapat dijelaskan melalui hubungan pertumbuhan aktiva dengan kebijakan dividen; dimana PMA yang tingkat pertumbuhan aktivanya tinggi membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan PMDN.

5.2.18 Pembahasan Hipotesis 18: Rasio Hutang perusahaan PMA lebih rendah daripada rasio hutang perusahaan PMDN.

Hasil pengujian yang disajikan pada Tabel 5.8 menunjukkan koefisien regresi variabel *dummy* bertanda negatif dengan tingkat signifikansi $\alpha = 0,05$ yang berarti memberi bukti empiris adanya perbedaan yang signifikan antara rasio hutang korporasi PMA dengan rasio hutang korporasi PMDN. Rasio hutang PMA 15,91 lebih *rendah*

daripada rasio hutang perusahaan PMDN. Pengujian statistik terhadap hipotesis penelitian 18 dengan menggunakan model permukaan respon ordo dua juga menunjukkan ada perbedaan yang signifikan antara rasio hutang kedua status perusahaan tersebut.

Rasio hutang PMA lebih rendah dari PMDN ini lebih disebabkan kemampuan perusahaan PMA sebagai anak perusahaan multinasional *parent company* yang melakukan diversifikasi internasional memperoleh *debt reduction* (Kwok & Reeb, 2000; dan Low & Chen, 2004). Kemungkinan lain dikarenakan *parent company* perusahaan PMA di Indonesia sebagian besar berasal dari negara-negara yang memiliki volatilitas pasar yang rendah, seperti Jepang, Taiwan, Eropa dan Amerika Serikat. Kwok & Reeb (2000) lebih jauh mengungkapkan di negara sedang berkembang aktivitas internasionalisasi berkorelasi positif dengan rasio hutang. Namun, di negara-negara maju aktivitas internasionalisasi berkorelasi negatif dengan rasio hutang. Oleh karena itu, sangat beralasan mengatakan perusahaan PMDN di negara yang sedang berkembang (seperti Indonesia) aktivitas internasionalisasi belum mampu menekan tingkat hutang korporasinya, dibandingkan perusahaan PMA yang negara asalnya memiliki volatilitas pasar yang rendah, diversifikasi internasional dan diversifikasi produk dalam rangka memperkecil risiko *foreign direct investment* mampu menyebabkan rasio hutang korporasinya menjadi lebih rendah.

Dengan demikian, lebih rendahnya rasio hutang PMA relatif terhadap PMDN lebih dikarenakan kemampuan PMA melakukan diversifikasi internasional yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Low & Chen, 2004), serta memperoleh manfaat *debt reduction* dari *parent company* atau negara asalnya seperti dalam bentuk hibah atau kredit investasi sehubungan dengan aktivitas internasionalisasi PMA (Kwok & Reeb, 2000). Hasil uji ini

mendukung temuan Vera *et al* (2005) di Indonesia, dan Kuo & Wang (2005) di Taiwan. Temuan mereka menunjukkan rasio hutang korporasi multinasional (PMA) lebih rendah dibandingkan perusahaan domestik (PMDN).

Namun, hasil uji ini menolak teori klasik yang menyebutkan bahwa rasio hutang perusahaan multinasional lebih tinggi dari perusahaan domestik sehubungan dengan risiko operasi yang dihadapinya (Desai *et al*, 2004; dan Supanvanij, 2006). Hasil penelitian ini juga tidak mendukung temuan Low & Chen (2004) yang menguji pengaruh diversifikasi internasional terhadap perilaku strategis perusahaan dalam kaitannya pada peningkatan kinerja keuangan perusahaan multinasional, demikian juga temuan Akhtar (2005) di Australia. Temuan mereka menunjukkan tidak ada perbedaan rasio hutang antara perusahaan multinasional (MNC) dengan domestik (DC).

Pembahasan Tambahan mengenai Perbedaan Rasio Hutang PMA dan PMDN

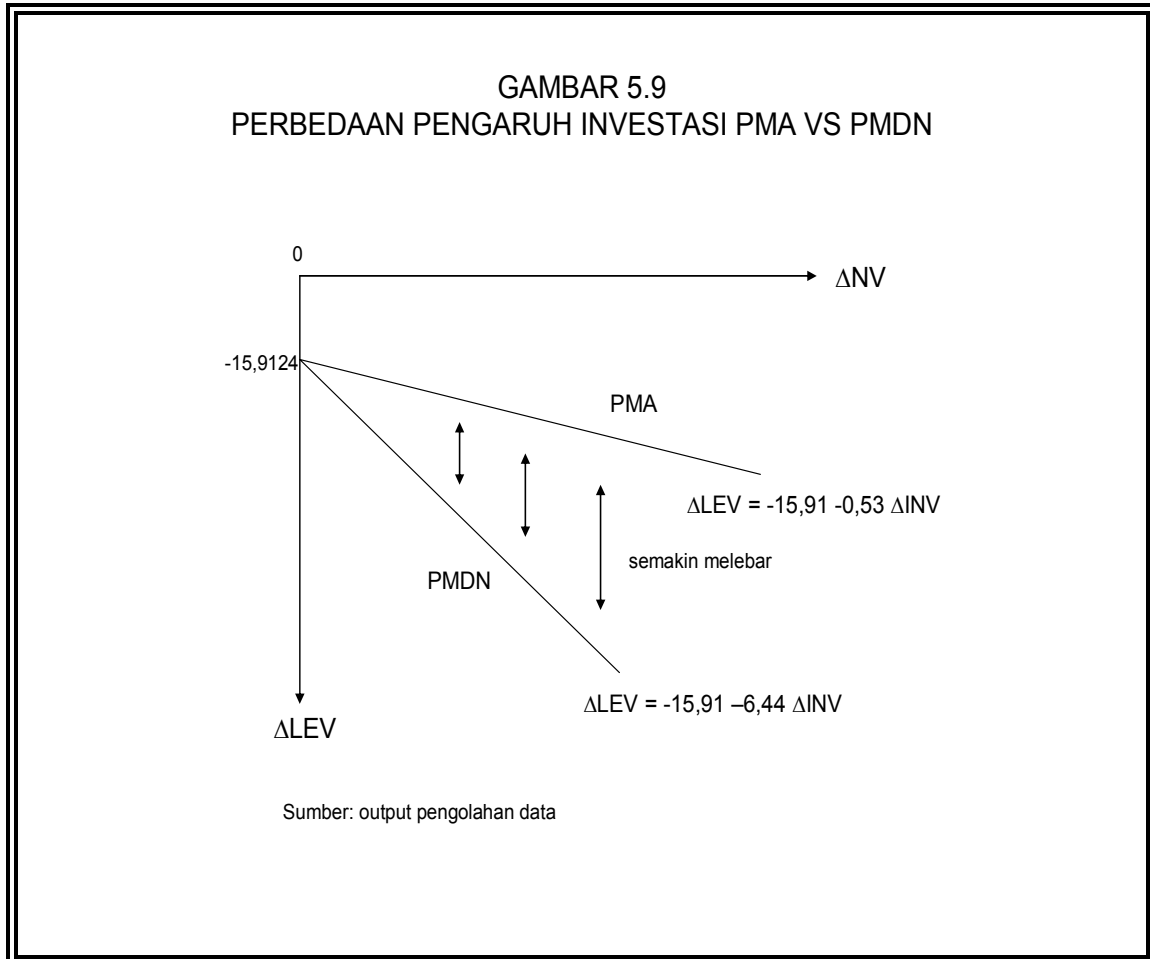
Sementara itu perbedaan pengaruh risiko bisnis, *market share* dan penerbitan ekuitas antara perusahaan PMA dengan PMDN terhadap rasio hutang, *tidak signifikan* pada taraf pengujian $\alpha = 0,15$. Interpretasi dari persamaan-persamaan tersebut menegaskan bahwa perbedaan rasio hutang PMA yang lebih rendah 15,91% dari rasio hutang PMDN tidak dipengaruhi oleh interaksi risiko bisnis dengan perbedaan status perusahaan PMA atau PMDN. Rasio hutang masing-masing status perusahaan dipengaruhi negatif oleh risiko bisnis itu sendiri. Setiap bertambahnya risiko bisnis sebesar 1% diharapkan menurunkan rasio hutang masing-masing status perusahaan sebesar 0,4365%. Sedangkan pengaruh interaksi *market share* dengan status perusahaan yang tidak signifikan terhadap rasio hutang; menegaskan bahwa perbedaan rasio hutang PMA yang lebih rendah 15,91% dari rasio hutang PMDN tidak dipengaruhi oleh interaksi *market share* dengan perbedaan

status perusahaan. Rasio hutang masing-masing status perusahaan dipengaruhi positif oleh *market share* itu sendiri. Setiap kenaikan pangsa pasar sebesar 1% diharapkan dapat meningkatkan rasio hutang masing-masing status perusahaan sebesar 0,10 %. Hasil uji yang tersaji pada Tabel 4.19 menunjukkan bahwa pada taraf nyata $\alpha = 0,15$ pangsa pasar yang dikuasai oleh perusahaan berpengaruh terhadap rasio hutang PMA, namun inconklusif terhadap rasio hutang PMDN. Perusahaan-perusahaan PMA yang struktur industrinya tergolong pada *market power*, membutuhkan semakin banyak sumber dana eksternal (hutang) untuk mempertahankan pangsa pasarnya. Namun, hasil pengujian hipotesis ini dengan menggunakan model dinamis struktur modal memperlihatkan bahwa rasio hutang perusahaan tahun sekarang tidak dipengaruhi oleh besarnya pangsa pasar yang telah diraih perusahaan periode tahun sebelumnya. Sementara itu, pengaruh interaksi penerbitan ekuitas dengan status perusahaan juga menunjukkan hasil yang tidak signifikan pada rasio hutang. Rasio hutang masing-masing status perusahaan dipengaruhi negatif oleh nilai ekuitas masing-masing. Setiap kenaikan nilai ekuitas sebesar 1% diharapkan mengurangi rasio hutang sebesar 0,0134%.

Ketidaksejajaran garis regresi karena adanya perbedaan pengaruh pada rasio hutang PMA dan PMDN, ditunjukkan oleh koefisien-koefisien regresi interaksi variabel status perusahaan dengan *collateral assets*, dan investasi. Beberapa kesimpulan yang diperoleh sebagai informasi tambahan yang tersaji pada Tabel 5.5 diantaranya; bahwa rasio hutang PMA akan *menurun* sebesar 0,08% ketika aktiva berwujud yang dapat diagunkan (CVA) bertambah sebesar 1%, sementara rasio hutang PMDN *meningkat* sebesar 0,21%. Ini berimplikasi pada semakin positif perbedaan *collateral assets* akan semakin melebar perbedaan rasio hutang PMA terhadap rasio hutang PMDN. Sedangkan *peningkatan*

sebesar 1% investasi akan berdampak pada *penurunan* rasio hutang PMA sebesar 0,53%, dan *penurunan* rasio hutang PMDN sebesar 6,44%.

Sensitivitas rasio hutang terhadap kenaikan investasi ini berimplikasi pada perbedaan rasio hutang perusahaan PMA dengan PMDN akan semakin melebar ketika perbedaan investasi semakin positif.



Hasil temuan ini sejalan dengan temuan Pao dan Chih (2005) yang meneliti determinan penting struktur modal dan kebijakan hutang di Taiwan, temuannya menunjukkan investasi berpengaruh sangat negatif terhadap rasio hutang perusahaan.

5.2.19 Pembahasan Hipotesis 19: Rasio Hutang optimum perusahaan PMA lebih rendah dibandingkan Rasio Hutang optimum perusahaan PMDN.

Pengujian hipotesis ini untuk menjawab pertanyaan penelitian kedua pada penelitian disertasi ini. Kuo dan Wang (2005) menyatakan bahwa perusahaan multinasional yang memiliki derajat internasionalisasi tinggi, memiliki peluang untuk memperoleh tingkat pendapatan yang lebih tinggi, dan memiliki peluang investasi yang lebih besar di negara tertentu dibandingkan perusahaan domestik (Lee & Kwok, 1988; Chen *et al*, 1997). Namun, dengan semakin besarnya risiko bisnis yang dihadapi MNC, yang dapat semakin meningkatkan peluang kebangkrutan dan biaya keagenannya, maka MNC yang melakukan aktivitas internasional akan menyesuaikan struktur modal dinamisnya pada target *leverage* optimum jangka panjang industrinya (Cai & Ghosh, 2003). Oleh karena itu, aktivitas internasional dalam bentuk diversifikasi internasional menyebabkan rasio hutang optimal MNC menjadi lebih rendah dari DC (Kwok & Reeb, 2000; dan Low & Chen, 2004).

Hasil perhitungan dengan menggunakan model permukaan respon ordo dua untuk model dinamis struktur modal, titik optimum *market leverage* industri diperoleh sebesar **36.06%**. Selanjutnya, perhitungan titik optimum untuk *market leverage* perusahaan PMA diperoleh sebesar **37.39%**. Angka ini sebagai target nilai pasar hutang optimal (*minimum relatif*) yang perlu dipertahankan oleh perusahaan PMA. Target nilai pasar hutang optimal PMA sebesar 37.39% berada di atas target nilai pasar struktur modal optimal jangka panjang untuk seluruh industri (36,06%). Sedangkan perhitungan titik optimum untuk *market leverage* perusahaan PMDN diperoleh hasil **39.95%**. Angka ini sebagai target nilai pasar hutang optimal dinamis yang perlu dicapai atau dipertahankan

oleh PMDN. Target nilai pasar hutang optimal PMDN 39.95% ini berada di atas target nilai pasar struktur modal optimal jangka panjang untuk seluruh industri (36,06%).

Hasil pengujian menunjukkan tidak ada perbedaan signifikan antara rasio hutang optimum PMA dengan rasio hutang optimum PMDN, temuan ini lebih disebabkan oleh sangat signifikannya pengaruh risiko bisnis terhadap investasi (ketidakstabilan sosial/keamanan, tingginya tingkat suku bunga pinjaman, dan kendala infrastruktur), biaya kebangkrutan yang tinggi, konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditur, pengaruh negatif eksekusi sistem perpajakan yang tidak jelas, dan pangsa pasar atau kompetisi ketat dengan perusahaan-perusahaan lain yang sangat signifikan positif mempengaruhi rasio hutang PMA di Indonesia. Tingkat pajak yang tinggi seharusnya merupakan signal positif bagi PMA untuk mengoptimalkan struktur modalnya melalui pengimbangan manfaat pajak dengan pengorbanan hutang. Demikian juga karakteristik industri PMA yang tergolong pada industri *market power*, maka untuk mempertahankan pangsa pasarnya perusahaan-perusahaan PMA harus memiliki banyak sumber-sumber eksternal untuk membiayai investasinya (Kovenock & Phillip, 1997; dan Lord & Farr, 2003). Faktor-faktor struktur modal tersebut menjadi kendala bagi perusahaan-perusahaan PMA untuk membuat pilihan prioritas yang dapat membuat struktur modal optimumnya menjadi lebih rendah daripada struktur modal PMDN.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil studi Bhaduri (2002) tentang determinan struktur modal di India; bahwa pilihan struktur modal optimal dipengaruhi oleh karakteristik produk. Temuan ini juga tidak konsisten dengan temuan Kwok & Reeb (2000) dan Low & Chen (2004) yang mengungkapkan aktivitas internasional dalam bentuk diversifikasi internasional menyebabkan rasio hutang optimal PMA menjadi lebih

rendah dari PMDN. Dengan demikian, temuan riset ini belum berhasil mengungkapkan bahwa rasio hutang optimum perusahaan multinasional lebih rendah daripada rasio hutang optimum perusahaan domestik.

Signifikansi hasil penelitian ini menyebutkan bahwa rasio hutang optimal PMA tidak berbeda dengan rasio hutang optimal PMDN. Hal ini berarti perusahaan PMA di Indonesia yang merupakan *subsidiary* dari *multinational parent company* yang negara asalnya memiliki volatilitas pasar rendah, dalam melakukan diversifikasi internasional dengan mendapatkan kucuran dana internal dari *parent company* atau *debt reduction* atas risiko FDI, perlu terus menerus memperbaiki struktur modal optimalnya. Sementara bagi perusahaan PMDN, kekuatan sumber dana dari pihak eksternal (*kreditur/debtholders*) masih sangat dibutuhkan untuk mengurangi konflik keagenan perusahaan yang tinggi. Oleh karena itu, dalam pedoman pemberdayaan investor, perusahaan PMDN harus terus menerus memperbaiki kinerja keuangan korporasinya melalui perimbangan hutang dengan modal sendiri yang *favorable*, agar mendapatkan kepercayaan penuh dari investor untuk menempatkan penyertaan modalnya ke dalam perusahaan, sehingga dapat menciptakan hasil lebih di atas pengorbanannya yang optimal.

5.2.20 Pembahasan Hipotesis 20: Organisasi industri berpengaruh terhadap struktur modal dan keputusan investasi perusahaan

Pengujian hipotesis 20 penelitian ini untuk menjawab pertanyaan penelitian ketiga berdasarkan studi Lord & Farr (2003) yang mempostulasikan kecenderungan semakin rendah konsentrasi pasar (pangsa pasar produk rendah) semakin tinggi rasio hutang perusahaan. Dalam hal ini variabel organisasi industri (*market share*/pangsa pasar) berkorelasi negatif dengan rasio hutang perusahaan. Allen *et al* (1994) berargumen bahwa efek strategis struktur modal akan mempengaruhi perilaku investasi perusahaan

rival dimana peningkatan hutang perusahaan berkorelasi positif dengan keputusan investasi perusahaan itu sendiri, namun berpengaruh negatif terhadap laba dan perilaku investasi perusahaan rival untuk melakukan rekapitalisasi. Efek investasi strategis ini didasarkan pada *pecking order theory* bahwa perusahaan yang memaksimalkan laba dan menghadapi persaingan harga, keberadaan hutang diharapkan dapat meningkatkan laba perusahaan, menurunkan investasi perusahaan, dan mendorong perilaku rival untuk meningkatkan investasinya, *vice-versa*. Dengan kata lain, perusahaan rival yang menghadapi persaingan tinggi cenderung menggunakan hutang yang tinggi.

Pengukuran *market share* penelitian ini berdasarkan pada paparan Bhattacharya (2002) yang mengukur pangsa pasar sebagai fungsi dari *invested capital*, efisiensi dan indeks Lerner, yakni: $MRKSHARE = \Omega_0 + \Omega_1(INVCAP) + \Omega_2(EFISIENSI) + \Omega_3(LERNER)$.

Bukti empiris studi ini menunjukkan bahwa *market share* PMA sangat dipengaruhi positif oleh investasi modal untuk biaya riset & pengembangan, serta oleh kinerja industri. Semakin efisien kinerja industri PMA, semakin terkonsentrasi industri. Sedangkan indeks Lerner sangat berpengaruh negatif terhadap *market share* perusahaan PMA. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan PMA yang berada dalam industri yang memiliki pangsa pasar besar cenderung memiliki kemampuan menciptakan laba di atas normal (*excess return*) yang rendah, dibandingkan perusahaan PMA yang berada dalam industri persaingan yang tinggi. Sedangkan pada PMDN pangsa pasar tidak dipengaruhi oleh investasi modal untuk biaya riset & pengembangan, serta oleh kinerja industri (efisiensi). Sedangkan kemampuan perusahaan menciptakan *excess return* sangat berpengaruh positif terhadap pangsa pasar. Hasil ini menyatakan bahwa perusahaan PMDN yang berada dalam industri *monopoly power* cenderung memiliki kemampuan

menciptakan *excess return* yang tinggi dibandingkan perusahaan PMDN yang berada dalam industri persaingan yang tinggi (*marginal firms*).

Hasil uji ini mengindikasikan perusahaan PMA yang memiliki pangsa pasar besar cenderung *high costs* dalam mengoperasikan bisnisnya dibandingkan perusahaan PMDN. Hal ini mungkin karena besarnya biaya-biaya transaksi yang dikeluarkan perusahaan PMA seperti biaya R&D dalam upaya mempertahankan pangsa pasar produknya, sementara PMDN biaya R&D tidak signifikan terhadap pangsa pasar yang diperoleh. Sebaliknya perusahaan PMA yang memiliki pangsa pasar rendah cenderung efisien dalam mengelola bisnisnya dibandingkan perusahaan PMDN. Hal ini kemungkinan disebabkan kurang terdorongnya perusahaan PMDN yang berada pada industri bersaing untuk melakukan rekapitalisasi dan cenderung menurunkan investasinya.

Temuan ini mendukung pendapat Baye (2006) bahwa perusahaan-perusahaan yang berada dalam industri bersaing (*marginal firms*) cenderung lebih efisien dibandingkan perusahaan-perusahaan yang berada dalam industri monopoli. Temuan ini juga memperkuat hasil studi Israel (1992) yang berargumen bahwa para manajer industri bersaing mampu mengoperasikan aset-aset perusahaan dengan baik dan menggunakan rasio hutang yang rendah.

Hasil pengujian hipotesis 20 penelitian ini menunjukkan *market share* memberikan pengaruh positif pada investasi perusahaan dengan tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Hasil ini memberi bukti bahwa semakin terkonsentrasi industri (*market share tinggi*) semakin banyak proyek-proyek investasi perusahaan. Temuan ini mendukung hasil studi Harris & Raviv (1991), dan Israel (1992), yang menunjukkan bahwa hasrat berinvestasi perusahaan besar dipengaruhi oleh pangsa pasar yang dimilikinya. Namun, hasil uji

pengaruh *market share* pada rasio hutang dengan menggunakan model struktural dan model dinamis struktur modal membawa pada penolakan hipotesis penelitian 20 ini, yakni belum cukup bukti menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan yang memiliki hutang tinggi adalah perusahaan yang memiliki pangsa pasar besar.

Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 memberi bukti pangsa pasar perusahaan PMA sangat berpengaruh positif terhadap investasi dan rasio hutang korporasi, namun pada perusahaan PMDN pangsa pasar berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi PMDN. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMA yang memiliki banyak proyek-proyek investasi besar dan mendanai proyek investasinya dari penggunaan hutang yang tinggi semata-mata untuk mempertahankan pangsa pasar yang telah diraih. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan PMA yang memiliki pangsa pasar rendah dan investasi rendah cenderung memiliki rasio hutang yang rendah; semata-mata kurang terdorong melakukan rekapitalisasi dan cenderung mengurangi investasinya. Hubungan signifikan positif antara pangsa pasar dengan rasio hutang PMA mencerminkan semakin tinggi pangsa pasar, maka semakin tinggi rasio hutang yang diperlukan untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Hal ini dilakukan PMA untuk menciptakan *isolating mechanism* untuk meningkatkan *barriers to entry* ke dalam industri. *Barrier to entry* dapat diciptakan melalui aliansi strategik atau *collusive arrangement* dan *sharing equity* untuk meningkatkan kualitas portfolio sumberdaya dan kapabilitas yang sukar dan mahal untuk diperoleh. Untuk memperoleh kualitas portfolio sumberdaya dan kapabilitas yang mahal tersebut diperlukan biaya yang dapat diperoleh dari sumber-sumber dana eksternal, seperti yang berasal dari hutang. Penggunaan hutang yang tinggi digunakan perusahaan PMA untuk melakukan diversifikasi produk,

pengembangan diferensiasi produk lewat berbagai alternatif inovasi yang lebih baik dan lebih kreatif, mengembangkan *brand image* ataupun promosi. Sumberdaya dan kompetensi yang didanai dari hutang ini diperlukan PMA untuk mempengaruhi struktur industri atau struktur pasarnya.

Hasil temuan ini mendukung hasil studi Harris & Raviv (1991), Kovenock & Philips (1997), dan Lord & Farr (2003), yang menunjukkan bagaimana dimensi variabel organisasi industri seperti pangsa pasar, kekuatan tawar berpengaruh terhadap keputusan investasi dan rasio hutang perusahaan dan perusahaan rival (Allen *et al*, 1994).

Sementara pada perusahaan PMDN yang memiliki pangsa pasar tinggi cenderung membiayai proyek-proyek investasinya dengan rasio hutang yang rendah. Hasil ini memberi arti pada kurang terdorongnya perusahaan PMDN untuk melakukan rekapitalisasi. Namun, bagi perusahaan rival PMDN hal seperti ini merupakan signal untuk meningkatkan investasinya (Kovenock & Philips, 1997).

Tidak signifikannya pengaruh pangsa pasar terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka sampel penelitian ini (*all firms*) lebih dikarenakan kultur bisnis di Indonesia memungkinkan terjadinya proses peniruan (*immitation*) produk atau teknologi, *bandwagon effect*, dan terjadinya *moral hazard* sangat mudah dilakukan oleh perusahaan rival. Perilaku semacam ini sangat mempengaruhi intensitas struktur persaingan *all firms* sehingga mempersulit perusahaan untuk memperoleh keunggulan kompetitif berkelanjutan, dibandingkan perusahaan yang lebih termotivasi melakukan rekapitalisasi dan peningkatan investasinya melalui penggunaan dana hutang yang tinggi. Aveni (1994) menganjurkan bahwa dalam menghadapi persaingan yang demikian diperlukan kerjasama dalam *corporate strategy* seperti melakukan aliansi strategik, *collusive arrangement*, dan

sharing equity untuk menurunkan tingkat persaingan dan upaya meniru dari pesaing atau rival. Dengan demikian hasil penelitian ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian ketiga bahwa perusahaan multinasional (PMA) dan perusahaan domestik (PMDN) dalam menentukan sumber pendanaannya dipengaruhi oleh struktur industri produknya.

5.2.21 Pembahasan Hipotesis 21: Organisasi industri memoderasi hubungan perubahan investasi dengan perubahan struktur modal

Hipotesis 21 penelitian ini untuk menjawab pertanyaan penelitian ketiga; dalam suatu sistem terbuka, perusahaan dapat berinteraksi dengan lingkungan sebagai fasilitas terjadinya *generative learning* yang dapat mendorong perusahaan untuk meningkatkan kompetensi dalam upaya mempengaruhi struktur industrinya (Sufian, 2006). Sumber daya dan kompetensi diperlukan untuk menghasilkan laba ekonomi yang berkelanjutan (Kim & Lyn, 1986; dan Fischer, 1987). Oleh karena itu, untuk mempertahankan laba ekonomi berkelanjutan yang didukung lingkungannya, perusahaan harus membangun kekuatan finansial *leverage* untuk mengatasi kompleksitas persaingan lingkungan industri. Sebagaimana dalam pandangan teori kontingensi keberhasilan perusahaan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk mengadaptasi lingkungan (Jones, 2001).

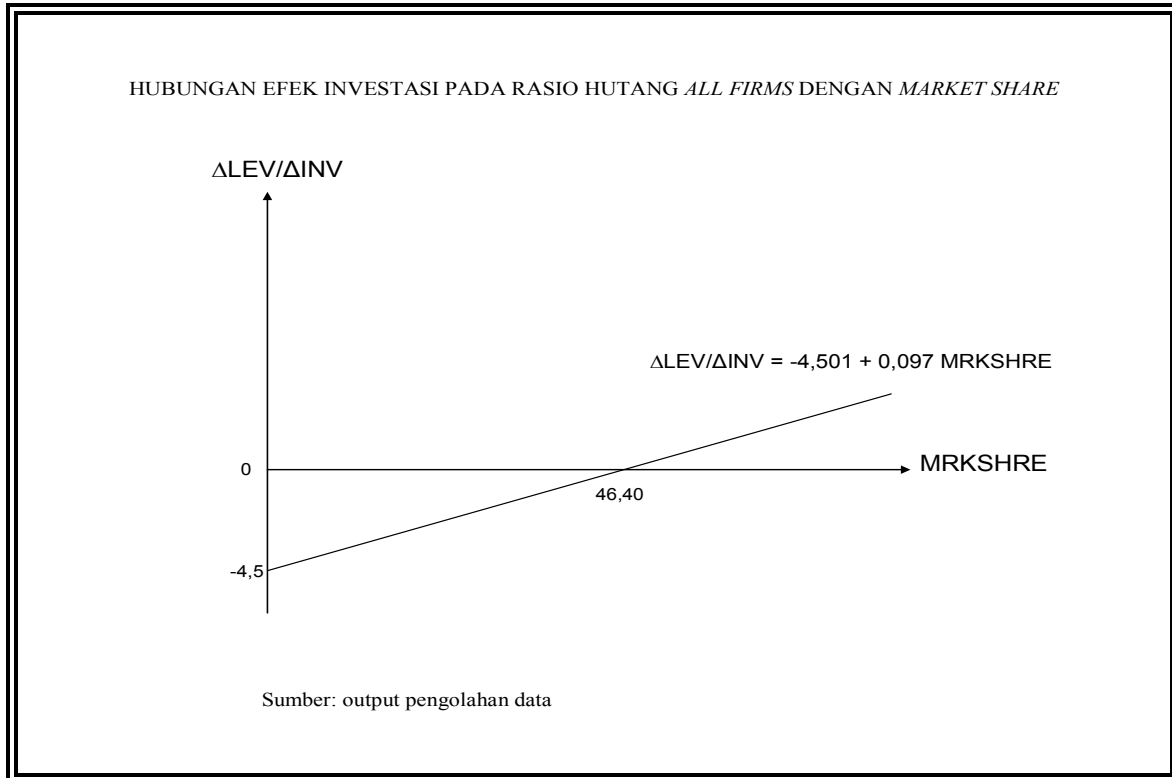
Dengan memahami karakteristik industri, perusahaan akan lebih mudah mengendalikan perilaku pasar produk dimana struktur modal menjadi pilihan strategi yang dapat mempengaruhi persaingan. Kovenock & Phillips (1997) menunjukkan bahwa struktur industri memiliki implikasi penting pada rasio hutang perusahaan. Hubungan rasio hutang dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Pernyataan ini menunjuk pada struktur industri yang memoderasi hubungan kausalitas antara keputusan investasi dengan rasio hutang korporasi (Harris & Raviv, 1991; Kovenock & Phillips, 1997).

Pengujian Hipotesis 21 penelitian ini menggunakan variabel pangsa pasar produk sebagai proksi variabel organisasi industri. Dengan pengujian hipotesis 21 ini diharapkan pangsa pasar produk memoderasi pengaruh investasi pada rasio hutang, dan arah sebaliknya pengaruh rasio hutang pada keputusan investasi perusahaan. Tabel 4.19 dan Tabel 4.20 menunjukkan bahwa pangsa pasar produk signifikan memoderasi hubungan kausasi investasi dengan rasio hutang PMA. Hasil ini menunjukkan bahwa hubungan kausalitas antara rasio hutang dengan investasi PMA semakin signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Perubahan investasi PMA berinteraksi dengan pangsa pasar produk berpengaruh negatif terhadap keputusan struktur modal PMA. Namun pada perusahaan PMDN dan *all firms*, pangsa pasar produk memoderasi pengaruh negatif investasi terhadap rasio hutang. Perubahan investasi berinteraksi dengan pangsa pasar yang dikuasai, berpengaruh positif terhadap keputusan struktur modal *all firms* dan PMDN, sebaliknya pangsa pasar produk tidak signifikan memoderasi pengaruh negatif rasio hutang terhadap keputusan investasi *all firms* dan PMDN. Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan struktur modal perusahaan *tidak* terbukti berinteraksi dengan pangsa pasar produk mempengaruhi keputusan investasi *all firms* dan PMDN. Dengan kata lain, utilisasi kapasitas serta konsentrasi industri tidak menyebabkan perubahan pada investasi perusahaan PMDN dan *all firms* sektor non keuangan dan non *whole sale & retail trade* yang *go public* di pasar modal Indonesia.

Signifikansi dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel organisasi industri merupakan faktor adaptasi lingkungan yang diperlukan korporasi untuk meningkatkan kinerja keuangannya melalui keputusan struktur modal yang optimal. Hal ini menunjukkan bahwa pengaruh keputusan investasi terhadap struktur modal *all firms* akan

semakin signifikan positif ketika pangsa pasar produk perusahaan semakin besar, seperti yang diperagakan Gambar 5.10 berikut ini:

GAMBAR 5.10



Gambar 5.10 memperagakan perusahaan-perusahaan terbuka sampel penelitian ini (*all firms*) yang memiliki pangsa pasar produk di atas 46,40% (fungsi LEV-INV naik, atau $\Delta LEV/\Delta INV > 0$); maka kehadiran proyek-proyek investasi besar berpengaruh terhadap meningkatnya rasio hutang perusahaan. Sebaliknya, kehadiran proyek-proyek investasi besar berpengaruh terhadap penurunan rasio hutang ketika pangsa pasar produk di bawah 46,40% (fungsi LEV-INV turun, atau $\Delta LEV/\Delta INV < 0$). Tingginya kebutuhan dana yang berasal dari hutang bagi perusahaan-perusahaan yang menguasai pangsa pasar produknya di atas 46,40% semata-mata untuk membiayai strategi bisnis perusahaan yang berorientasi pada kekuatan pasar, sehingga memungkinkan perusahaan-perusahaan untuk

mempertahankan pangsa pasarnya yang tinggi dan laba ekonomi berkelanjutan dalam jangka panjang (*infra marginal firm*).

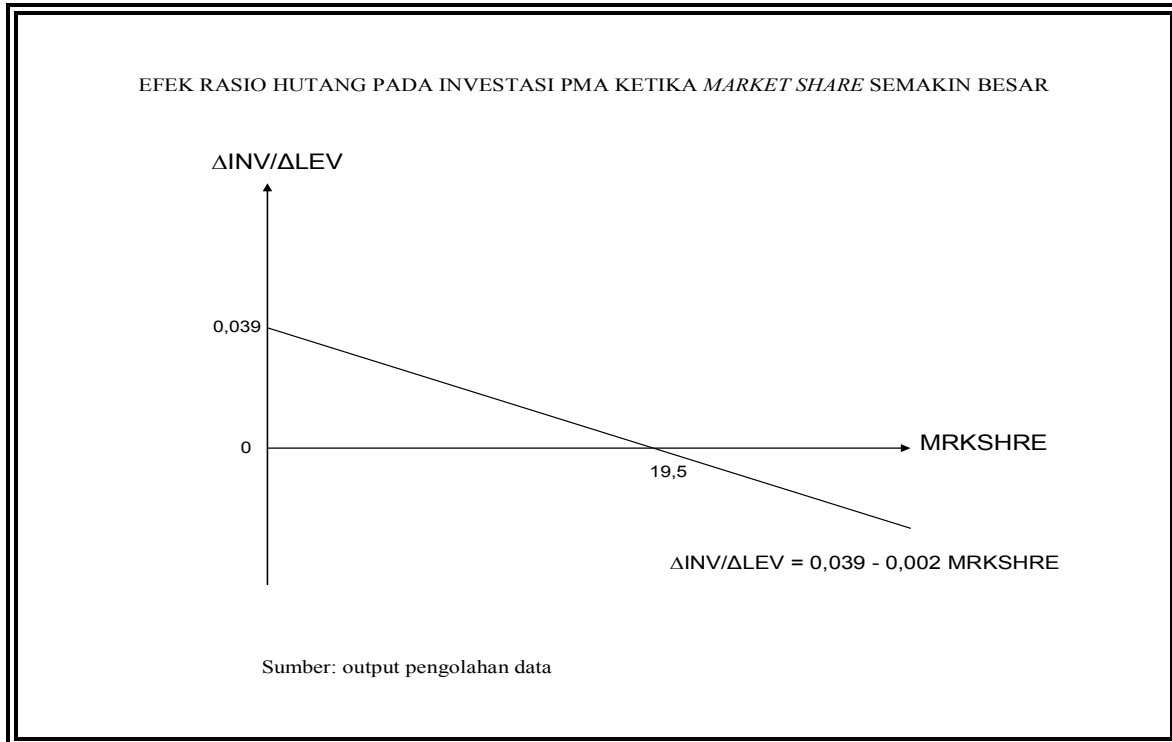
Untuk mempertahankan laba ekonomi berkelanjutan perusahaan perlu menciptakan hambatan masuk ke dalam industri, seperti melalui aliansi strategik (*collusive arrangement*), dan *sharing* ekuitas. Biaya transaksi dapat meningkat atau muncul dalam aliansi berkaitan dengan *opportunistic behavior* dan *moral hazard* (Jensen & Meckling, 1976), karena ketidakpatuhan *partner* terhadap apa yang dikehendaki oleh perusahaan prinsipal. Douglas & Ryman (2003) menjelaskan bahwa untuk memperoleh kepemimpinan biaya yang berkaitan dengan *opportunistic behavior* diperlukan aksi-aksi strategis dalam pengembangan dan *sharing* kompetensi untuk memperoleh keunggulan kompetitif. Aksi-aksi strategis tersebut berkaitan dengan penyesuaian tingkat portfolio sumberdaya sehingga diperoleh kombinasi optimum yang dapat menghasilkan posisi skala ekonomis dan cakupan ekonomis yang dapat mengoptimumkan biaya proses, biaya transaksi dan biaya-biaya lainnya. Portfolio sumberdaya tersebut merupakan sumber keunggulan kompetitif potensial yang akan membantu perusahaan dalam mencari atau menempatkan posisi efektif perusahaan dalam industri (Barney, 1991; Prahalad dan Hamel, 1995). Oleh karena itu, bagi perusahaan-perusahaan PMA dan PMDN yang beroperasi pada industri yang terkonsentrasi tinggi (persaingan monopolistik dan/atau oligopoli) kekuatan *debtholders* atau kreditur menjadi hal yang sangat penting sebagai penggerak bagi manajer dan pemegang saham dalam memperoleh tambahan dana yang besar untuk membiayai aksi-aksi strategis; seperti untuk pengembangan dan *sharing* kompetensi sehingga diperoleh keunggulan kompetitif.

Di lain pihak, bagi perusahaan-perusahaan terbuka sampel penelitian ini (*all firms*) yang memiliki pangsa pasar kurang dari 46,40%; struktur modal optimal dapat dicapai dengan memanfaatkan daya profit sebagai *basic earning power* untuk menciptakan proyek-proyek investasi besar yang strategis dengan mempertahankan rasio hutang tetap rendah. Peningkatan investasi yang dibiayai dari *basic earning power* ini diharapkan dapat meningkatkan pangsa pasar produk. Oleh karena itu, fokus strategi ditekankan pada peningkatan pangsa pasar (keunggulan kompetitif) melalui peningkatan investasi-investasi perusahaan yang dibiayai dari sumber kekuatan internal keuangan perusahaan. Disini keputusan investasi perusahaan menentukan keputusan struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka *all firms* sampel penelitian ini.

Keputusan struktur modal menentukan keputusan investasi dalam konteks peningkatan pangsa pasar produk hanya signifikan pada perusahaan PMA. Interaksi antara struktur modal dengan pangsa pasar produk yang diraih perusahaan-perusahaan PMA berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi perusahaan PMA. Dengan kata lain, efek investasi terhadap rasio hutang PMA akan semakin menurun seiring dengan semakin terkonsentrasinya industri. Interaksi struktur modal dengan pangsa pasar ini mengungkapkan bahwa efek negatif struktur modal akan semakin signifikan terhadap peningkatan biaya investasi PMA ketika pangsa pasar produk perusahaan semakin besar. Sebaliknya, efek positif struktur modal pada investasi PMA akan semakin positif manakala pangsa pasar produk semakin kecil (Lihat Gambar 5.11). Dengan demikian, fokus strategi yang ideal bagi perusahaan PMA yang memiliki pangsa pasar rendah adalah memperbaiki struktur modal melalui rekapitalisasi investasi modal dalam upaya meningkatkan pangsa pasar produk. Sementara padanannya bagi perusahaan PMA yang

memiliki pangsa pasar besar lebih fokus pada aksi-aksi strategis yang dapat mempertahankan pangsa pasar dan struktur modal optimal.

GAMBAR 5.11



Gambar 5.11 memperagakan bahwa perusahaan-perusahaan PMA yang menguasai pangsa pasar produk kurang dari 19,50% (fungsi naik; $\Delta INV/\Delta LEV > 0$), maka tingkat hutang yang tinggi dialokasikan untuk menciptakan strategi-strategi bisnis perusahaan yang dapat meningkatkan pangsa pasar dan sumberdaya atau kompetensi dalam upaya memperoleh laba ekonomi yang berkelanjutan. Namun, pada perusahaan PMA yang menguasai pangsa pasar produk di atas 19,50% (fungsi turun; $\Delta INV/\Delta LEV < 0$), maka pembiayaan investasi-investasi strategis perusahaan tidak lagi bertumpu pada sumber pendanaan eksternal melalui penerbitan hutang, tetapi pembiayaan investasi lebih bertumpu pada sumber dana internal perusahaan, yakni laba ditahan. Penggunaan hutang yang tinggi semata-mata dipertahankan untuk menjaga struktur modal optimal dan

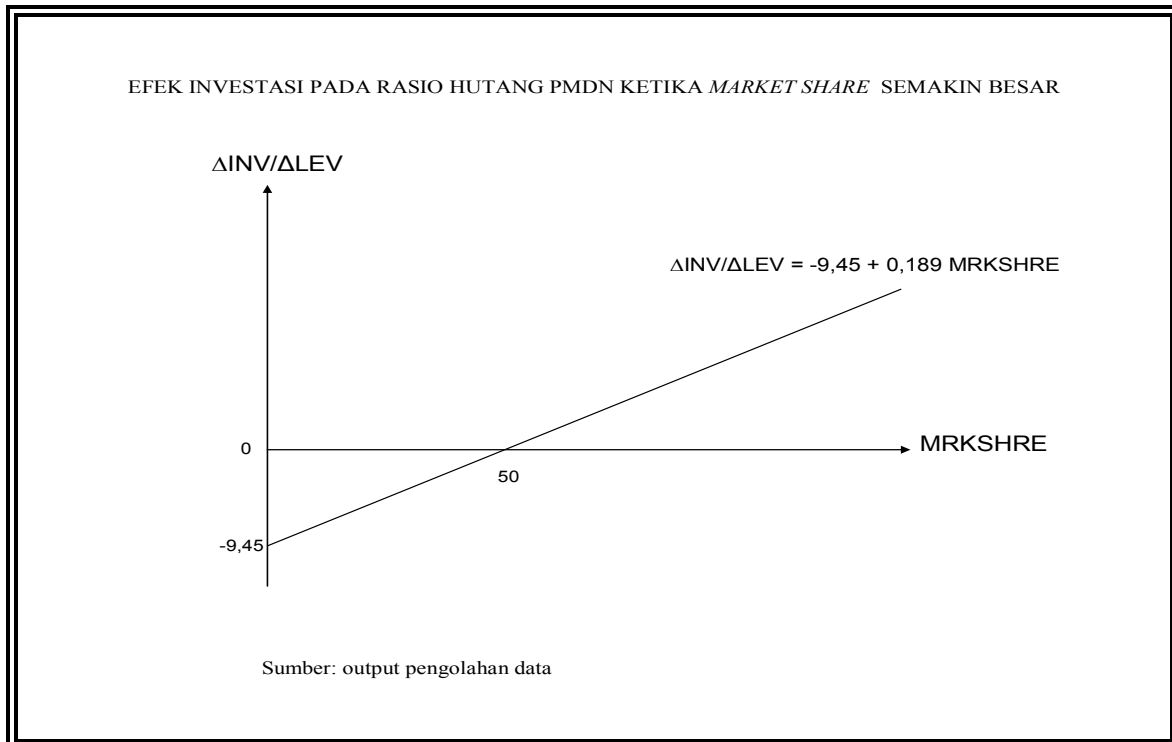
diarahkan untuk mengurangi *agency problem* pihak manajemen dengan pemegang saham disamping mempertahankan pangsa pasar yang sudah ada (*barriers to entry*). Hutang yang tinggi dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cashflow* secara berlebihan oleh pihak manajemen, sehingga kinerja keuangan perusahaan tetap baik. Penerbitan hutang yang tinggi merupakan mekanisme kontrol perusahaan bahwa investasi dan reinvestasi atas aktiva-aktiva perusahaan sudah dikelola dengan baik oleh pihak manajemen. Argumen ini memberi jawab atas alasan mengapa perusahaan-perusahaan PMA yang profitabel lebih menyukai menggunakan instrumen hutang dalam mereduksi persoalan keagenannya, dari pada menggunakan kebijakan dividen. Dengan demikian, argumen ini konsisten dengan teori keagenan yang menyebutkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan (Crutchley & Hansen, 1989; dan Jensen, 1986).

Disamping itu, tingkat hutang yang tinggi dapat digunakan perusahaan-perusahaan PMA untuk mempertahankan laba ekonomi berkelanjutan melalui kemitraan strategis (*collusive arrangement*), dimana hutang yang tinggi dibutuhkan untuk mengendalikan *opportunistic behavior* dan *morald hazard* yang terkait dengan kemitraan strategis tersebut, seperti ketidakpatuhan *partner* terhadap apa yang dikehendaki oleh perusahaan PMA. Sebagaimana telah dikemukakan Douglas & Ryman (2003) bahwa untuk memperoleh kepemimpinan biaya yang berkaitan dengan *opportunistic behavior* diperlukan aksi-aksi strategis dalam pengembangan dan *sharing* kompetensi untuk memperoleh keunggulan kompetitif.

Gambar 5.12 di bawah ini memperagakan bagaimana perusahaan-perusahaan PMDN yang memiliki pangsa pasar produk kurang dari 50% tidak terdorong melakukan

rekapitalisasi melalui penerbitan hutang untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Sebaliknya, perusahaan-perusahaan PMDN yang menguasai pangsa pasar besar di atas 50% terdorong melakukan rekapitalisasi investasi melalui penerbitan hutang.

GAMBAR 5.12



Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan PMDN besar yang tergolong *oligopolist*; kehadiran proyek-proyek investasi besar yang strategis akan menyebabkan perusahaan melakukan rekapitalisasi investasi modal yang pembiayaannya berasal dari hutang. Pembiayaan proyek-proyek investasi perusahaan melalui hutang ini dimaksudkan PMDN untuk mempertahankan atau meningkatkan pangsa pasar produknya. Sebaliknya, bagi perusahaan PMDN yang berada dalam industri bersaing, kehadiran proyek-proyek investasi besar tidak mendorong perusahaan untuk melakukan rekapitalisasi melalui penambahan hutang. Pada kondisi industri bersaing perusahaan PMDN profitabel yang menguasai pangsa pasar di bawah 50% lebih bertumpu pada daya profit yang dimiliki

ketimbang menggunakan hutang. Pembiayaan proyek-proyek investasi yang dibiayai dari sebagian besar profit atau laba ditahan dimaksudkan untuk meningkatkan *market power* atau efek sinergi. Dari aspek manajemen keuangan, perusahaan-perusahaan PMDN yang berada dalam industri bersaing peduli dengan *return* yang lebih tinggi yang akan datang, sehingga reinvestasi atas laba ditahan diharapkan dapat menghasilkan *return* lebih besar lagi dengan efek meningkatnya pangsa pasar produk. Hutang yang tinggi dalam kondisi seperti ini digunakan PMDN untuk meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham, agar pemegang saham dan investor potensial terdorong melakukan reinvestasi dan investasi modalnya ke dalam perusahaan. Hal ini berarti mengarah dukungan pada teori *pecking order* bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi (Bhaduri, 2002; Tong & Green, 2005).

Hasil temuan ini menenggarai kecenderungan perusahaan-perusahaan PMDN yang berada dalam industri bersaing melakukan rekapitalisasi investasi modalnya menganut teori *pecking order*, sedangkan bagi perusahaan-perusahaan PMDN yang berada dalam industri *monopoly power* menganut teori *trade off*. Investasi-investasi perusahaan yang besar akan mendorong perusahaan PMDN melakukan rekapitalisasi investasi modalnya dengan bertumpu pada penerbitan hutang yang tinggi. Dengan demikian, optimalisasi struktur modal melalui *trade-off* antara manfaat hutang dengan biaya-biaya pengorbanan hutang sangat mungkin terjadi pada perusahaan PMDN yang menguasai pangsa pasar produknya di atas 50%.

5.2.22 Pembahasan Hipotesis 22: Menganut teori *Trade-Off* atau *Pecking Order* ?

Panno (2003), dan Cai & Ghosh (2003) mengkaji validitas teori struktur modal berdasarkan pada dua kerangka teori yang mendasari keputusan mengenai struktur

modal, yaitu teori “trade-off” dan teori “pecking order”. Validitas pengujian teori *trade-off* ditunjukkan oleh kecenderungan perusahaan melakukan penyesuaian ke target rasio hutang optimum jangka panjang ketika rasio hutang perusahaan berada di atas rasio hutang optimal jangka panjangnya, sedangkan validitas teori *pecking order* ditunjukkan oleh kecenderungan prioritas pendanaan internal ketika rasio hutang perusahaan berada di bawah rasio hutang optimal industrinya.

Pengujian hipotesis 22 penelitian ini untuk menjawab pertanyaan penelitian keempat yang menjelaskan kondisi rasio hutang optimum dan tes empiris validitas dukungan pada teori *trade off* atau teori *pecking order* dari perusahaan PMA dan perusahaan PMDN yang bukan tergolong pada industri jasa keuangan/perbankan dan *whole sale & retail trade* yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Statistik deskriptif memberi bukti awal perusahaan PMA dalam memperbaiki struktur modalnya, cenderung mengarah pada teori *pecking order* dan meningkatkan penerbitan saham. Tabel 4.10.A menyajikan komposisi nilai buku hutang dengan modal sendiri perusahaan PMA sekitar 57 banding 43. Kenaikan *retained earning* diikuti dengan penurunan rasio hutang, sementara penerbitan saham meningkat sampai sekitar 25% dari total aktiva. Sedangkan Tabel 4.10.B menyajikan bahwa dalam memperbaiki struktur modal dinamisnya, PMDN cenderung mengarah pada *trade-off theory*, dengan mempertahankan target struktur modal optimalnya dan mengurangi penerbitan saham dengan komposisi nilai buku hutang dengan modal sendiri sekitar 50 banding 50. Kenaikan *retained earning* diikuti dengan penurunan penerbitan saham, sementara rasio hutang PMDN menurun disekitar 48,53%.

Pengujian hipotesis statistik untuk hipotesis 22 ini dilakukan dengan hampiran distribusi normal Z dengan konsekuensi penolakan H0 yang signifikan adalah menerima hipotesis “trade-off theory”, sedangkan penolakan H0 yang tidak signifikan adalah menerima teori “pecking order”.

TABEL 5.7
PENGUJIAN VALIDITAS *TRADE-OFF THEORY*

PARAMETER	STATUS PERUSAHAAN	
	PMA	PMDN
LEVERAGE OPTIMUM	36,06	36,06
RATA-RATA LEVERAGE	38,65	42,02
STANDAR DEVIASI	24,92	22,38
ZHITUNG	1,01	3,73
P-VALUE	0,156	0,0001
TARAF UJI (α)	0,05	0,05
PENOLAKAN H0	TIDAK SIGNIFIKAN	SIGNIFIKAN

Hasil pengujian hipotesis ini menyimpulkan bahwa cukup beralasan mengatakan ada kecenderungan perusahaan PMDN yang memiliki rata-rata rasio hutang di atas rasio hutang optimum industrinya melakukan penyesuaian ke target rasio hutang optimal jangka panjangnya (mengarah pada *trade-off theory*). Dengan kata lain, perusahaan PMDN yang memiliki rasio hutang korporasi dibawah rasio hutang optimal jangka panjangnya cenderung memprioritaskan pilihan pendanaan dari sumber eksternal, dan mempertahankan struktur modal optimal dinamisnya ketika rasio hutang korporasi berada di atas rasio hutang optimal jangka panjangnya. Sebaliknya, belum cukup alasan untuk mengatakan struktur modal perusahaan PMA di Indonesia mengarah pada *trade-off theory*. Konsekuensi logisnya adalah bahwa perusahaan PMA di Indonesia *tidak* memprioritaskan pilihan pada sumber dana eksternal ketika rasio hutang berada di bawah rasio hutang optimum jangka panjangnya (mengarah pada *pecking order theory*).

Dengan kata lain, perusahaan PMA yang memiliki rasio hutang di bawah rasio hutang optimal jangka panjangnya, memprioritaskan pilihan pendanaan dari sumber internal.

Tabel 5.7 dan Tabel 5.8 menunjukkan rata-rata rasio hutang kedua status perusahaan berada diatas rasio hutang optimal jangka panjang (di atas 36,06%), yang berarti untuk mempertahankan struktur modal optimalnya perilaku perusahaan PMA cenderung menurunkan rasio hutang sampai ke level target rasio hutang optimal, dan mengurangi jumlah saham beredar. Hal ini dilakukan PMA untuk memperbaiki kinerja saham perusahaan dengan membeli kembali saham-saham perusahaan PMA yang memberikan *earning per share* (EPS) rendah. Laba (EBIT) yang tinggi digunakan untuk melunasi hutang dan melakukan *repurchase of stocks* (Gambar 5.13).

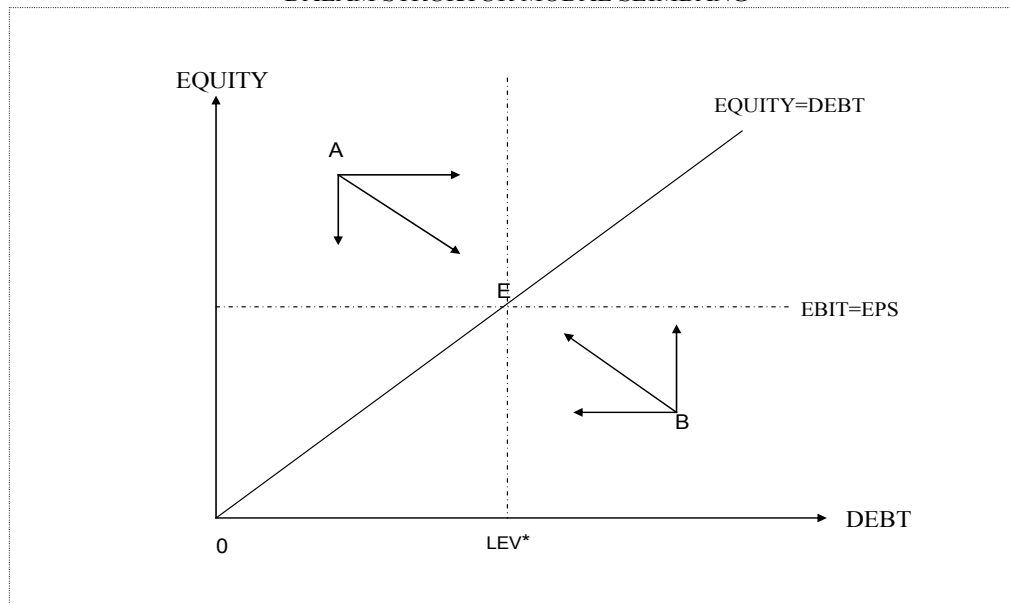
TABEL 5.8
PERILAKU MENGOPTIMALKAN STRUKTUR MODAL
TEORI *TRADE-OFF* VS *PECKING ORDER*

KONDISI	TRADE-OFF	PECKING ORDER
LEV < LEV*	SUMBER EKSTERNAL (Hutang ditambah, Ekuitas dikurangi)	SUMBER INTERNAL (Bertumpu pada Laba ditahan)
LEV > LEV*	TARGET LEVERAGE OPTIMUM (Hutang dikurangi, Ekuitas ditambah)	TARGET LEVERAGE OPTIMUM (Hutang dan Ekuitas dikurangi)

Sumber: Panno (2003) dan Cai & Ghosh (2003), dan dari berbagai sumber, 2008.

Perilaku perusahaan PMDN yang memiliki rasio hutang korporasi di atas 36,06% akan mencapai target rasio hutang optimalnya melalui pengurangan rasio hutang dan menambah penerbitan ekuitas. Hal ini dimaksudkan untuk menjaga agar struktur modalnya tetap optimal dan menambah jumlah saham beredar. Laba yang tinggi (EBIT) sebagian besar dipergunakan untuk membiayai emisi saham yang dapat meningkatkan kinerja saham perusahaan PMDN.

GAMBAR 5.13
TITIK KESAMAAN PREFERENSI *DEBT-EQUITY*
DALAM STRUKTUR MODAL SEIMBANG



Titik A dan Titik B pada Gambar 5.13 menggambarkan kondisi *trade-off* dimana profit (EBIT) berkorelasi positif dengan rasio hutang. Titik A menjelaskan pada perusahaan yang memiliki EBIT yang tinggi dalam kondisi $LEV < LEV^*$, maka untuk memperoleh struktur modal yang berimbang resultansi gaya diperoleh dari menambah hutang dan mengurangi penerbitan ekuitas. Sebaliknya titik B menjelaskan pada perusahaan yang memiliki EBIT yang rendah dalam kondisi $LEV > LEV^*$, maka untuk memperoleh struktur modal yang berimbang resultansi gaya diperoleh dari mengurangi hutang dan menambah penerbitan ekuitas.

Signifikansi dari hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan PMDN dalam upaya mengoptimalkan struktur modal dinamis jangka panjangnya lebih

mengarah pada teori *trade-off*⁵¹ yang berarti perusahaan PMDN lebih banyak menggunakan sumber-sumber dana eksternal seperti hutang dan emisi saham untuk membiayai operasional dan mengatasi persoalan keagenan perusahaan. Laba ditahan yang tinggi dipakai untuk meningkatkan pembayaran dividen, sementara investasi perusahaan tetap dibiayai dari hutang. Sedangkan perusahaan-perusahaan PMA dalam upaya mengoptimalkan struktur modal dinamis jangka panjangnya berlaku teori *pecking order*⁵² dimana sumber pendanaan internal seperti laba ditahan menjadi prioritas utama PMA untuk membiayai investasi dan pelunasan hutang perusahaan, sehingga dividen residual yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Dengan demikian berdasarkan perbedaan dari kedua kerangka teori ini, hasil temuan penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan PMA yang memiliki daya profit tinggi membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN profitabel yang cenderung membayarkan dividen tinggi. Hasil penelitian ini mendukung pendapat Barclay, Smith & Morellec (2006), dan temuan-temuan Bhaduri (2002), Tong & Green (2005) dan Deshmukh (2005) tentang teori *pecking order* yang mengungkapkan kebijakan dividen berkorelasi positif dengan struktur modal korporasi.

⁵¹ Brealey & Myers (1991) menegaskan bahwa pada teori *trade-off* menggunakan hutang sepenuhnya atau dengan tidak menggunakan hutang sama sekali untuk membiayai operasi perusahaan adalah sama buruknya. Oleh karena itu, pembiayaan perusahaan melalui hutang dapat dilakukan secara proporsional dengan tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan agar tidak terbebani oleh bunga pinjaman dan biaya kebangkrutan yang tinggi.

⁵² Myers (1984), menyebutkan bahwa dalam teori *pecking order* perusahaan lebih menyukai penggunaan dana yang bersumber dari internal perusahaan. Dengan adanya dana dari internal membuat perusahaan tidak memiliki beban untuk membayarkan dividen.

BAB VI

KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN PENELITIAN

6.1 Kesimpulan Hipotesis

Berdasarkan analisis data dan temuan serta pembahasan hasil penelitian dapat ditarik kesimpulan hipotesis-hipotesis penelitian seperti berikut ini:

Hipotesis 1: Hubungan Profitabilitas dengan Rasio Hutang

Hasil riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama bahwa profitabilitas merupakan determinan utama struktur modal yang memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi. Hasil uji menyimpulkan bahwa ketika daya profit perusahaan rendah; hutang dalam jumlah besar dibutuhkan karena dana internal tidak mencukupi. Sebaliknya ketika daya profit perusahaan tinggi maka rasio hutang menurun. Hasil riset ini mendukung pendapat Myers (1984), Voulgaris *et al* (2002), Tong & Green (2005) yang berpendapat bahwa perusahaan yang *profitable* lebih memungkinkan menggunakan dana internal dan meminjam dalam jumlah sedikit. Hasil uji ini juga mendukung studi Klein *et al* (2002), Cai & Ghosh (2003), Akhtar (2005), dan Chen & Strange (2006) yang menunjukkan validitas teori *pecking order* bahwa perusahaan memilih sumber pendanaan internal ketika profitabilitas perusahaan cukup memadai (Myers, 1984; Voulgaris *et al*, 2002; Sayilgan *et al*, 2006).

Hipotesis 2: Hubungan Biaya Keagenan dengan Rasio Hutang

Hasil riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan kedua bahwa perbedaan sumber pendanaan perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN dapat dijelaskan oleh biaya keagenan sebagai determinan utama struktur modal. Riset ini memberikan bukti bahwa efektivitas utilisasi aktiva oleh pihak manajemen sebagai

inversi biaya keagenan berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA, namun tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN. Hal ini berarti perusahaan-perusahaan terbuka sektor non finansial dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia memilih instrumen hutang untuk menyelesaikan konflik keagenannya. Penerbitan hutang dalam upaya menekan biaya keagenan akan mendorong pihak manajemen untuk memonitoring dirinya agar meningkatkan daya profit perusahaan. Pembiayaan melalui hutang yang tinggi ini menunjukkan signal positif bahwa pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham atau prinsipal terhadap pihak manajemen PMA sudah berjalan efektif, sementara pada PMDN belum berjalan efektif.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa penggunaan hutang oleh perusahaan ketika muncul persoalan *excess cashflow* sebagai suatu mekanisme *monitoring* yang berpotensi meningkatkan efektivitas pengelolaan aktiva oleh pihak manajemen, yang pada akhirnya menekan biaya keagenan serendah mungkin (Jensen, 1986). Premis ini sesuai dengan prinsip efisiensi klasik pemikiran Adam Smith (1776) bahwa peningkatan efektivitas utilisasi aktiva melalui penerbitan hutang hendaknya dilaksanakan dengan cara sehemat mungkin dan biaya-biaya keagenan yang terkait dengan penggunaan hutang tersebut tidak lebih tinggi daripada biaya hutang itu sendiri.

Hasil pengujian hipotesis ini menunjukkan dukungan pada hasil studi Vera *et al* (2005), Chung *et al* (2006), dan Chen & Strange (2006) yang mengemukakan peningkatan efektivitas pengelolaan aktiva perusahaan melalui peningkatan hutang signifikan menekan konflik keagenan antara pemegang saham dengan pihak manajemen.

Hipotesis 3: Hubungan Biaya Kebangkrutan dengan Rasio Hutang

Pertanyaan penelitian pertama dan kedua berhasil dijawab oleh penelitian ini, karena volatilitas *earning* sebagai cerminan biaya kebangkrutan berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang korporasi. Hasil uji ini mendukung *teori trade off* dan *pecking order* studi Chen & Jiang (2001), Crutchley & Hansen (1989), Low & Chen (2004), dan Vera *et al* (2005). Perusahaan terbuka di sektor non finansial dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia khususnya PMA mampu menurunkan rasio hutang korporasinya ketika volatilitas *earning* (biaya kebangkrutan) meningkat. Sedangkan PMDN belum mampu menurunkan rasio hutang korporasinya ketika mengalami kegagalan keuangan.

Hipotesis 4: Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Rasio Hutang

Hasil riset terhadap ketiga model penelitian berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama bahwa ukuran perusahaan merupakan determinan utama struktur modal yang memberikan pengaruh positif terhadap rasio hutang perusahaan-perusahaan terbuka sektor non keuangan dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia. Aktiva yang besar merupakan sumber agunan bagi perusahaan untuk memperoleh pinjaman dalam jumlah besar. Hal ini berarti perusahaan besar mendapat kepercayaan dari pihak kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, karena memiliki kemampuan untuk mengembalikan hutang-hutangnya ketika jatuh tempo. Hasil uji memberi bukti ketergantungan perusahaan PMDN yang berskala aktiva besar pada pendanaan melalui hutang sangat besar. Bukti empiris ini mendukung temuan Ozkan (2001), Barker & Wurgler (2003), Bevan & Danbolt (2002), Low & Chen (2004), Gaud *et al* (2005), dan memperkuat temuan Vera *et al* (2005) dan Chevalier *et al* (2006) yang menunjukkan

kecenderungan perusahaan domestik besar di Indonesia seperti PMDN menggunakan hutang sebagai sumber pendanaan jangka panjang lebih besar dibanding PMA.

Fenomena ini terjadi karena empat alasan; *pertama*, perusahaan PMDN beraktiva besar memiliki daya profit yang rendah untuk menopang operasional perusahaan, sehingga menggunakan hutang sebagai pilihan sumber dana eksternal dibanding dengan biaya emisi saham. *Kedua*, daya profit yang tinggi memungkinkan perusahaan PMDN melakukan peminjaman dalam jumlah besar, karena profit yang tinggi signal kemampuan perusahaan melunasi semua pokok pinjaman beserta bunga hutang ketika jatuh tempo atau pada saat perusahaan dilikuidasi. *Ketiga*, ada fasilitas penghematan pajak bagi perusahaan PMDN beraktiva besar yang menerbitkan hutang dalam jumlah besar; perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi akan memperoleh penghematan pajak atas biaya bunga bila menggunakan hutang (Bringham *et al*,1999), dan *keempat*, faktor kultur.

Hipotesis 5: Hubungan Pertumbuhan Aktiva dengan Rasio Hutang

Hasil pengujian hipotesis 5 penelitian ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama yang konsisten dengan teori *pecking order* bahwa perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi memiliki kemampuan untuk mendanai usahanya secara internal.

Hasil pengujian untuk ketiga model penelitian membuktikan tingkat pertumbuhan aktiva sangat berpengaruh negatif terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan terbuka PMA dan PMDN yang bukan tergolong sektor keuangan dan ritel di Indonesia menjadikan sebagian besar laba ditahan sebagai sumber pendanaan untuk berinvestasi ketika perusahaan sedang menghadapi pertumbuhan aktiva yang tinggi, namun akan bertumpu pada penerbitan hutang manakala perusahaan menghadapi pertumbuhan aktiva yang rendah. Hasil penelitian ini

mendukung teori *pecking order* Myers & Majluf (1984) dan temuan Thies & Klock (1992), dan Gaud *et al* (2005).

Hipotesis 6: Hubungan Pajak Korporasi dengan Rasio Hutang

Hasil riset ini belum berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan teori statis bahwa tingkat pajak korporasi merupakan determinan struktur modal yang dapat memberikan manfaat positif pada pemaksimalan nilai perusahaan.

Hasil pengujian untuk ketiga model empiris struktur modal menunjukkan bukti bahwa secara umum tingkat pajak korporasi tidak berpengaruh signifikan positif terhadap rasio hutang perusahaan. Pengenaan beban pajak yang tinggi pada perusahaan-perusahaan yang profitabel masih dianggap sebagai penyebab meningkatnya biaya keagenan hutang ketimbang sebagai pembawa manfaat bagi perusahaan. Hasil ini belum dapat menunjukkan bukti bahwa tingkat pajak relevan dengan keputusan struktur modal perusahaan, seperti yang diungkapkan oleh Myers (1984), Ozkan (2001), Oliver & Twite (2004), Eldomiaty *et al* (2005), Ju *et al* (2005), dan Sayilgan *et al* (2006).

Tidak relevannya tingkat pajak korporasi mempengaruhi struktur modal sebagian besar perusahaan di Indonesia dapat disebabkan oleh faktor kehadiran informasi yang tidak simetris yang menjadikan signal negatif bagi perusahaan profitabel untuk *leveraging up*. Keputusan untuk menggunakan hutang ketika perusahaan profitabel terbebani pajak tinggi terkonsentrasi pada kelompok pemegang saham mayoritas pengendali perusahaan, sehingga keputusan penerbitan hutang tidak didasarkan pada pengoptimalan kinerja proses yang ekselen melalui struktur modal, namun didasarkan pada pertimbangan oportunistik.

Hipotesis 7: Hubungan *Collateral Assets* dengan Rasio Hutang

Temuan penelitian ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama bahwa *collateral assets* merupakan determinan utama struktur modal korporasi.

Hasil uji mengungkapkan bahwa *collateral assets* berpengaruh positif terhadap rasio hutang korporasi. Temuan ini membuktikan bahwa *collateral assets* yang besar memungkinkan perusahaan mengajukan pinjaman dalam jumlah besar.

Riset ini menyimpulkan bahwa PMA memiliki derajat ketergantungan yang rendah pada *collateral assets* ketika membutuhkan tambahan dana dalam bentuk hutang. Perusahaan PMA sebagai subsidiari dari perusahaan multinasional yang melakukan diversifikasi arus kas internasional mampu mereduksi *leveragenya* ke tingkat yang lebih rendah. Pengelolaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen ke dalam proyek-proyek investasi produktif menyebabkan semakin berkurangnya ketersediaan aktiva yang dapat dijadikan agunan, sehingga mengurangi ketergantungan PMA pada sumber dana eksternal, dan mendorong pihak manajemen menggunakan aktiva untuk memperoleh sumber-sumber pendapatan dan peluang bisnis yang lebih baik. Hasil temuan ini menengarai fenomena praktek *moral hazard* dalam pemberian pinjaman kepada perusahaan PMA di Indonesia yang berdaya profit rendah dan memiliki nilai agunan rendah namun memiliki rasio hutang yang tinggi.

Jika temuan data sampel representatif untuk digeneralisasikan, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan PMDN sektor non keuangan dan non *whole sale & retail trade* di Indonesia memiliki ketergantungan yang tinggi pada ketersediaan aktiva berwujud yang dapat diagunkan ketika membutuhkan tambahan hutang untuk mendanai perkembangan perusahaan.

Hipotesis 8: Hubungan Risiko Bisnis dengan Rasio Hutang

Hasil riset ini belum berhasil mempertegas bukti (inkonklusif) bahwa risiko bisnis berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang seperti dikemukakan Bringham *et al* (1999), Cassar & Holmes (2003), dan Low & Chen (2004). Namun, hasil riset ini berhasil mengungkap risiko bisnis elemen penting determinan struktur modal berdasarkan teori keagenan seperti yang dikemukakan Crutchley & Hansen (1989).

Hasil uji menunjukkan risiko bisnis berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMA. Bukti ini menunjukkan bahwa preferensi manajemen perusahaan PMA di Indonesia terhadap risiko adalah *risk seeker* atau *risk neutral*. Pilihan sumber pendanaan yang berasal dari hutang masih memberikan tambahan manfaat yang lebih besar di bandingkan biaya modal yang dibutuhkan karena ketidakpastian bisnis. Penggunaan hutang memberikan derajat kepastian *return* lebih tinggi dibandingkan penerbitan saham. Sedangkan *risk neutral* terlihat dari kaitannya dengan diversifikasi internasional yang dilakukan PMA pada saham-saham yang prospek memberikan *return*. Diversifikasi *common stocks* dengan biaya diversifikasi yang semakin rendah akan membuat tumpuan manajemen pada *leverage* semakin rendah. Dalam kondisi ketidakpastian bisnis seperti itu preferensi manajer terhadap risiko adalah netral sepanjang diversifikasi *common stocks* masih memberikan pengembalian yang lebih tinggi.

Hasil uji menenggarai preferensi manajer PMDN terhadap risiko bisnis dalam memperoleh hutang adalah *risk averter*. Dalam kondisi ketidakpastian bisnis yang tinggi, penambahan hutang akan meningkatkan risiko bisnis perusahaan, sehingga *risk averter* akan menghindari penggunaan hutang yang tinggi ketika risiko bisnis meningkat.

Hipotesis 9: Hubungan Penerbitan Ekuitas dengan Rasio Hutang

Hasil riset ini mengungkap fakta bahwa kekuatan kreditur atau *debtholders* dapat menjadi motor penggerak bagi pihak manajemen dan pemegang saham perusahaan terbuka di Indonesia dalam upaya melakukan penyesuaian ke target *leverage* optimal jangka panjangnya.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan kecuali pada PMDN, penerbitan ekuitas tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA, namun sangat signifikan negatif mempengaruhi pembayaran dividen *all firms*, PMA, dan PMDN. Potensi konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders* signifikan terjadi pada PMDN. Hasil ini memberi bukti bahwa penerbitan ekuitas yang tinggi sebagai respon atas antusiasme manajer dan pemegang saham terhadap prospek *earning* perusahaan mendorong manajer mengurangi pembayaran dividen yang tinggi. Penurunan pembayaran dividen ini membuat para pemegang saham melakukan substitusi aktiva sebagai kompensasi kekuatiran mereka karena perusahaan mengurangi pembayaran dividen. Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur timbul ketika perusahaan memiliki hutang yang tinggi.

Hasil pengujian pada model dinamis struktur modal memberi bukti bahwa para manajer dan investor perusahaan-perusahaan yang bukan tergolong sektor keuangan dan *retail trade* di Indonesia adalah tidak rasional dalam membuat keputusan *time the market*. Penerbitan ekuitas ketika harga saham tahun lalu tinggi, menyebabkan perusahaan-perusahaan menerbitkan hutang untuk menambah kebutuhan biaya emisi saham. Seharusnya, penerbitan ekuitas ketika harga saham tinggi mengakibatkan manajer menolak pembiayaan dengan hutang untuk memperbaiki target *leverage* optimum.

Hipotesis 10: Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Investasi

Hasil pengujian persamaan investasi pada model struktural struktur modal terhadap hipotesis 10 ini (kecuali pada PMA) belum dapat memberi bukti bahwa rasio utilisasi aktiva berpengaruh signifikan positif terhadap investasi *all firms* dan PMDN. Hasil uji ini memberi bukti bahwa penekanan (*activism*) yang dilakukan oleh *institutional ownership* tidak efektif mendorong hasrat pihak manajemen *all firms* dan PMDN untuk berinvestasi pada proyek-proyek investasi produktif. *Excess cashflow* yang tersedia sebagian besar digunakan untuk memenuhi tuntutan pemegang saham mayoritas dan publik pada pembayaran dividen dan insentif *monitoring costs* dalam upaya mereduksi konflik keagenan dengan kepemilikan *insider*.

Walaupun tidak signifikan berpengaruh positif terhadap investasi *all firms* dan PMDN, namun hasil studi ini mendukung pendapat Chen *et al* (2006) bahwa pengelolaan aktiva perusahaan berpengaruh positif terhadap investasi PMA. Efektivitas penggunaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen mencerminkan keinginan *insider ownership* dan *institutional ownership* untuk melakukan reinvestasi atas laba yang diperoleh ketimbang membagikan laba dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Laba ditahan sebagian besar dialokasikan untuk pembiayaan investasi.

Hipotesis 11: Hubungan Biaya Keagenan dan Informasi Asimetris dengan Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis 11 pada persamaan dividen model empiris struktural struktur modal menunjukkan bukti bahwa konflik agensi antara manajer dengan pemegang saham mayoritas tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan yang bukan tergolong sektor keuangan dan *retail trade* di Indonesia. Tuntutan pembayaran dividen yang tinggi oleh pemegang saham ketika

perusahaan memperoleh *excess return* tidak ditanggapi sepenuhnya oleh pihak manajemen. Demikian juga efektivitas penggunaan aktiva yang tinggi oleh pihak manajemen yang mencerminkan keinginan *insider ownership* dan *institutional ownership* untuk melakukan reinvestasi atas laba yang diperoleh tidak berpengaruh terhadap penurunan pembayaran dividen. Penerbitan ekuitas yang tinggi sebagai respon atas antusiasme manajer dan pemegang saham terhadap prospek *earning* perusahaan mendorong manajer untuk mengurangi pembayaran dividen yang tinggi.

Potensi konflik kepentingan pemegang saham mayoritas dengan kepemilikan saham publik, secara umum tidak terlihat. Bukti ini ditunjukkan oleh volatilitas *earning* yang tidak signifikan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen perusahaan. Hasil penelitian ini belum mendukung temuan Mollah (2000) dan Deshmukh (2005) bahwa informasi asimetris berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Hipotesis 12: Hubungan Investasi dengan Dividen

Hasil pengujian hipotesis pada persamaan dividen memberikan bukti bahwa investasi perusahaan secara umum berpengaruh signifikan negatif terhadap dividen *all firms* dan PMA. Bukti empiris ini mendukung teori *pecking order* seperti dikemukakan Barclay *et al* (1998) dan Fama & French (2002) bahwa perusahaan-perusahaan profitabel yang memiliki proyek investasi besar membayarkan dividen rendah. Hasil riset ini menenggarai potensi konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham institutional muncul pada perusahaan-perusahaan yang memiliki pertumbuhan aktiva dan rasio hutang tinggi dengan karakteristik kepemilikan saham publik yang atomistik, namun membayarkan dividen rendah. Kesempatan investasi pada perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi mendorong manajer

mencari dana kas untuk membiayai proyek investasi tersebut melalui penerbitan hutang. Penerbitan hutang meningkatkan biaya keagenan hutang dan mereduksi ketersediaan sumber dana yang dimiliki perusahaan untuk membayarkan dividen. Menurut teori keagenan *excess cashflow* merupakan signal bagi pemegang saham untuk menerima pembayaran dividen yang tinggi (Jensen & Meckling, 1976; Mollah, 2000). Dengan demikian, perusahaan dengan struktur kepemilikan saham yang atomistik seharusnya membayarkan dividen yang tinggi kepada pemegang saham perusahaan.

Potensi konflik keagenan PMDN lebih tinggi daripada PMA yang ditunjukkan oleh kepemilikan saham publik PMDN yang lebih besar daripada PMA. Bukti ini konsisten dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa semakin tersebar kepemilikan saham semakin meningkatkan biaya keagenan.

Hipotesis 13: Hubungan Investasi dengan Rasio Hutang

Hasil uji hipotesis memperlihatkan investasi inkonklusif berpengaruh positif terhadap rasio hutang *all firms*, PMA & PMDN. Ditunjukkan bahwa keputusan investasi memiliki hubungan kausalitas negatif dengan rasio hutang, seperti yang diungkapkan Hennessy & Whited (2005), namun tidak mendukung pendapat Mao (2003). Hasrat manajer perusahaan untuk berinvestasi masih menganut *common factors*, dimana hasrat berinvestasi meningkat seiring dengan meningkatnya ukuran dan pertumbuhan aktiva perusahaan, namun akan berkurang manakala resiko investasi meningkat. Pengaruh negatif rasio hutang tidak signifikan terhadap investasi perusahaan; rasio hutang rendah yang dimiliki perusahaan profitabel belum mampu mendorong hasrat manajer untuk berinvestasi pada proyek investasi produktif yang lebih banyak lagi.

Pengujian hipotesis ini pada model dinamis struktur modal menunjukkan hasil bahwa keputusan investasi tahun lalu (INV_{t-1}) berpengaruh negatif terhadap rasio hutang korporasi tahun sekarang. Hasil ini mendukung pendapat Fama & French (2002) dengan teori *pecking order* sederhananya yang berpandangan bahwa hutang umumnya akan bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan, dan akan berkurang ketika investasi lebih rendah dari laba ditahan. Tingginya investasi perusahaan tahun lalu yang masih lebih rendah dari *retained earning* tahun sekarang, membuat manajer membatasi penggunaan hutang tahun sekarang. Hasil penelitian ini memberi bukti kuat bahwa secara umum perusahaan-perusahaan terbuka yang bukan tergolong ke dalam industri keuangan dan *whole sale & retail trade* di Indonesia lebih perhatian pada pengimbangan biaya pendanaan saat ini dan masa mendatang, sehingga perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang tetap rendah guna menghindari investasi dibiayai oleh penerbitan ekuitas yang lebih berisiko.

Hipotesis 14: Hubungan Dividen dengan Rasio Hutang

Penelitian ini tidak berhasil memberi bukti yang tegas bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang perusahaan, namun pengujian hipotesis ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian pertama dan keempat yang menunjukkan bahwa teori *pecking order* dan teori keagenan memiliki relevansi digunakan untuk mengkaji hubungan kebijakan dividen dengan struktur modal.

Hasil uji menunjukkan dividen tidak signifikan berpengaruh positif terhadap rasio hutang *all firms* dan PMA. Namun pada PMDN ditunjukkan bukti dukungan terhadap teori *pecking order* bahwa dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang. Peningkatan pembayaran dividen yang dananya dibiayai dari hutang menjadi signal

positif untuk melakukan investasi atau reinvestasi bagi para pemegang saham atau investor potensial perusahaan.

Hasil pengujian pada model dinamis struktur modal menunjukkan pembayaran dividen tahun lalu berpengaruh negatif terhadap rasio hutang tahun sekarang. Hasil ini memberi dukungan pada teori keagenan Jensen *et al* (1992), dan Chen & Strange (2006) yang mengungkapkan bahwa setiap kenaikan pembayaran dividen akan berdampak terhadap penurunan rasio hutang. Inkonsistensi teori *pecking order* pada model dinamis disebabkan oleh alasan dividen sebagai signal dan keyakinan bagi investor bahwa reinvestasi pendapatan akan menghasilkan dividen yang lebih tinggi secara substansial di masa mendatang. *Dividend yield* yang tinggi tahun lalu merupakan signal untuk mempertahankan harga saham perusahaan saat sekarang tetap tinggi.

Hipotesis 15: Dividen menjembatani pengaruh Investasi terhadap Rasio Hutang

Temuan riset ini memberi bukti dukungan pada teori *signaling* dan *pecking order* bahwa meningkatnya *monitoring* dari *outsider* berdampak pada meningkatnya pembayaran dividen dan rasio hutang perusahaan, dan penggunaan hutang oleh perusahaan dapat digunakan sebagai bukti keyakinan profitabilitas perusahaan atas dasar hipotesis *pecking order*.

Hasil pengujian menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen signifikan menjembatani pengaruh biaya keagenan dan investasi terhadap rasio hutang perusahaan-perusahaan terbuka yang *bukan* tergolong industri jasa keuangan dan *whole sale & retail trade* di pasar modal Indonesia. Untuk mengatasi konflik keagenannya perusahaan-perusahaan lebih memilih penggunaan *instrument* hutang daripada meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Temuan ini menunjukkan bukti bahwa mekanisme kontrol yang dilakukan perusahaan PMA di Indonesia melalui kebijakan dividen dan kebijakan hutang perusahaan efektif menurunkan konflik keagenan, sekaligus menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen merupakan substitusi bagi kebijakan hutang dalam struktur modal korporasi PMA (Jensen *et al*, 1992; Crutchley *et al*, 1999; dan Chen *et al*, 2006).

Sementara di lain pihak, bukti sebaliknya ditunjukkan oleh perusahaan-perusahaan PMDN di Indonesia yang menunjukkan bukti bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang PMDN, yang konsisten dengan teori *pecking order*. Penggunaan hutang karena meningkatnya pembayaran dividen kepada pemegang saham merupakan signal perusahaan memiliki kinerja yang baik.

Hipotesis 16: Perbedaan Biaya Keagenan dan Biaya Kebangkrutan perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN.

Pengujian hipotesis ini menjawab pertanyaan penelitian kedua tentang perbedaan rasio hutang perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN berdasarkan teori keagenan. Hasil uji interaksi biaya keagenan dengan status perusahaan menyimpulkan bahwa sensitivitas *leverage* terhadap rasio utilisasi aktiva PMA lebih tinggi daripada sensitivitas *leverage* terhadap rasio utilisasi aktiva PMDN. Efektivitas utilisasi aktiva PMA lebih tinggi daripada PMDN, yang berarti biaya keagenan PMA lebih rendah daripada biaya keagenan PMDN.

Hasil uji interaksi biaya kebangkrutan dengan status perusahaan menyimpulkan bahwa semakin positif perbedaan volatilitas *earning*, maka semakin lebar perbedaan rasio hutang PMA terhadap PMDN. Hasil uji menunjukkan rasio hutang PMA sangat sensitif terhadap kenaikan volatilitas *earning* (biaya kebangkrutan), namun volatilitas *earning* tidak signifikan terhadap rasio hutang PMDN. Perusahaan PMA yang merupakan anak

perusahaan yang dibentuk oleh perusahaan multinasional yang berkedudukan di negara lain, menghadapi tingkat persaingan yang tinggi otomatis rasio hutang korporasi sangat sensitif terhadap biaya kebangkrutan dibandingkan PMDN.

Hasil pengujian ini mendukung temuan Akhtar (2005), dan Ju (2005) yang intinya struktur modal dipengaruhi oleh biaya kebangkrutan yang memiliki hubungan negatif dengan rasio hutang. Hasil penelitian ini juga mendukung temuan Vera *et al* (2005) di Indonesia yang menunjukkan semakin besar biaya kebangkrutan akan semakin rendah rasio hutang PMA, dan akan semakin lebar perbedaan rasio hutangnya dengan PMDN.

Hipotesis 17: Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi membayar dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Hasil riset ini belum berhasil menjawab pertanyaan penelitian kedua bahwa perbedaan rasio hutang antara PMA dengan PMDN berdasarkan perspektif teori keagenan dapat dijelaskan melalui hubungan pertumbuhan aktiva dengan kebijakan dividen; dimana PMA yang tingkat pertumbuhan aktivanya tinggi membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan PMDN. Disimpulkan hasil riset ini bahwa PMA yang tingkat pertumbuhan aktivanya tinggi akan membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan PMDN, ketika rasio hutang PMA lebih tinggi daripada PMDN. Namun, pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi dan ketika rasio hutang PMA lebih rendah daripada PMDN, maka dividen yang dibayarkan PMA lebih tinggi daripada PMDN.

Hipotesis 18: Rasio hutang perusahaan PMA lebih rendah daripada rasio hutang perusahaan PMDN.

Hasil pengujian memberi bukti bahwa rasio hutang PMA 15,91% lebih *rendah* daripada rasio hutang PMDN. Rasio hutang PMA lebih rendah dari PMDN ini lebih disebabkan kemampuan PMA sebagai anak perusahaan *parent company* melakukan

diversifikasi internasional yang berpengaruh negatif terhadap *leverage* (Low & Chen, 2004), serta memperoleh manfaat *debt reduction* dari *parent company* atau negara asalnya seperti dalam bentuk hibah atau kredit investasi (Kwok & Reeb, 2000). Hasil uji ini mendukung temuan Vera *et al* (2005) di Indonesia, dan Kuo & Wang (2005) di Taiwan, yang menunjukkan rasio hutang korporasi multinasional (PMA) lebih rendah dibandingkan perusahaan domestik (PMDN).

Hipotesis 19: Rasio hutang optimum perusahaan PMA lebih rendah dibandingkan rasio hutang optimum perusahaan PMDN.

Hasil uji hipotesis ini tidak berhasil menjawab pertanyaan penelitian kedua bahwa rasio hutang optimum PMA lebih rendah daripada rasio hutang optimum PMDN. Pengaruh risiko bisnis terhadap investasi (ketidakstabilan sosial/keamanan, tingginya tingkat suku bunga pinjaman, dan kendala infrastruktur), biaya kebangkrutan yang tinggi, konflik keagenan antara pemegang saham dengan kreditur, pengaruh negatif eksekusi sistem perpajakan yang tidak jelas, dan pangsa pasar atau kompetisi ketat antar perusahaan ditenggarai signifikan mempengaruhi rasio hutang PMA di Indonesia. Tingkat pajak yang tinggi seharusnya merupakan signal positif bagi PMA untuk mengoptimalkan struktur modalnya melalui pengimbangan manfaat pajak dengan pengorbanan hutang. Faktor-faktor tersebut menjadi kendala bagi PMA untuk membuat pilihan prioritas yang dapat membuat struktur modal optimumnya menjadi lebih rendah daripada struktur modal PMDN. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil studi Bhaduri (2002), Kwok & Reeb (2000) dan Low & Chen (2004) yang mengungkapkan aktivitas internasional dalam bentuk diversifikasi internasional menyebabkan rasio hutang optimal PMA menjadi lebih rendah dari PMDN.

Hipotesis 20: Organisasi industri berpengaruh terhadap struktur modal dan keputusan investasi perusahaan.

Riset ini berhasil menjawab pertanyaan penelitian ketiga bahwa perusahaan PMA dan perusahaan PMDN dalam menentukan sumber pendanaannya dipengaruhi oleh struktur industri produknya. Hasil uji menyimpulkan bahwa pangsa pasar perusahaan PMA sangat berpengaruh positif terhadap investasi dan rasio hutang korporasi, namun pada perusahaan PMDN pangsa pasar berpengaruh signifikan negatif terhadap rasio hutang. Hubungan positif pangsa pasar dengan rasio hutang PMA mencerminkan semakin tinggi pangsa pasar, maka hutang yang dibutuhkan untuk membiayai aksi-aksi strategis dalam meningkatkan kinerja penjualan perusahaan semakin besar. Hal ini dilakukan PMA untuk menciptakan *isolating mechanism* atau *barriers to entry* ke dalam industri. Sumberdaya dan kompetensi yang didanai dari hutang diperlukan PMA untuk mempengaruhi struktur pasar outputnya; seperti untuk diversifikasi produk, pengembangan diferensiasi produk lewat berbagai alternatif inovasi yang lebih baik dan lebih kreatif, mengembangkan *brand image* ataupun promosi. Sementara pada perusahaan PMDN yang berada dalam industri bersaing, aksi-aksi strategis korporasi dibiayai dengan rasio hutang yang rendah.

Hasil temuan ini mendukung hasil studi Harris & Raviv (1991), Kovenock & Philips (1997), dan Lord & Farr (2003), yang menunjukkan dimensi variabel organisasi industri seperti pangsa pasar, kekuatan tawar berpengaruh terhadap keputusan investasi dan rasio hutang perusahaan dan perusahaan rival.

Tidak signifikannya pengaruh pangsa pasar terhadap struktur modal perusahaan-perusahaan terbuka sampel penelitian ini (*all firms*) lebih dikarenakan kultur bisnis di Indonesia memungkinkan terjadinya proses peniruan produk atau teknologi, *bandwagon effect*, dan praktek *moral hazard* yang mudah dilakukan oleh perusahaan rival.

Hipotesis 21: Organisasi industri memoderasi hubungan perubahan investasi dengan perubahan struktur modal

Riset ini mampu menjawab pertanyaan penelitian ketiga; bahwa variabel organisasi industri merupakan faktor adaptasi lingkungan yang diperlukan korporasi untuk meningkatkan kinerja keuangannya melalui keputusan struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur industri memiliki implikasi penting terhadap rasio hutang perusahaan. Hasil uji menunjukkan hubungan kausalitas rasio hutang dengan investasi PMA semakin signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Efek struktur modal akan semakin berkurang terhadap peningkatan biaya investasi PMA ketika pangsa pasar perusahaan besar. Hutang yang tinggi digunakan sebagai mekanisme kontrol untuk mengatasi persoalan keagenan internal perusahaan, serta untuk mengurangi perilaku-perilaku oportunistik atau *moral hazard* yang terkait dengan kemitraan (*collusive arrangement*). Sebaliknya perusahaan PMA yang menghadapi persaingan pasar produk yang tinggi atau pangsa pasar kecil, hutang yang tinggi dapat diprioritaskan untuk menciptakan banyak proyek-proyek investasi strategis yang dapat meningkatkan pangsa pasar produk perusahaan.

Namun pada PMDN dan *all firms*, pangsa pasar produk memoderasi pengaruh positif investasi terhadap rasio hutang. Efek investasi pada rasio hutang PMDN akan semakin positif ketika pangsa pasar semakin meningkat (*market power*). Hasil ini menenggarai perusahaan PMDN yang memiliki *market power* (pangsa pasar besar) lebih mampu memperbaiki struktur modal optimalnya menurut teori *trade-off* dibanding perusahaan marginal PMDN. Hasil riset ini juga menyimpulkan interaksi struktur modal dengan pangsa pasar tidak berpengaruh terhadap investasi perusahaan sektor non keuangan dan non *whole sale & retail trade* yang *go public* di pasar modal Indonesia.

Hipotesis 22: Menganut teori *Trade-Off* atau *Pecking Order* ?

Signifikansi dari hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan PMDN dalam upaya mengoptimalkan struktur modal dinamis jangka panjangnya lebih mengarah pada teori *trade-off*, yang berarti perusahaan PMDN lebih banyak menggunakan sumber dana eksternal seperti hutang dan emisi saham; untuk membiayai operasional dan mengatasi persoalan keagenan perusahaan. Sedangkan perusahaan-perusahaan PMA dalam upaya mengoptimalkan struktur modal dinamis jangka panjangnya ditengarai mengarah pada teori *pecking order*, dimana sumber pendanaan internal seperti laba ditahan menjadi prioritas utama PMA untuk membiayai investasi dan pelunasan hutang perusahaan, sehingga dividen yang dibayarkan menjadi lebih sedikit.

Dengan demikian hasil temuan penelitian ini mendukung pendapat Barclay, Smith & Morellec (2006), dan temuan-temuan Bhaduri (2002), Tong & Green (2005) dan Deshmukh (2005) tentang teori *pecking order* yang mengungkapkan kebijakan dividen berkorelasi positif dengan struktur modal korporasi.

6.2 Kesimpulan Masalah Penelitian

Penelitian ini memberi kesimpulan terhadap masalah penelitian yang telah diajukan sebelumnya. Kesimpulan masalah penelitian ini diharapkan dapat melengkapi atau memberi perbaikan pada kontradiksi teoritis dan hasil-hasil temuan yang ada diseperti struktur modal. Permasalahan penelitian yang diajukan pada penelitian ini adalah **bagaimana perbedaan struktur modal perusahaan multinasional (PMA) dengan perusahaan domestik (PMDN) di Indonesia, dilihat dari determinan struktur modal perusahaan berdasarkan perspektif teori keagenan dan teori kontingensi dalam upaya mengoptimalkan struktur modal?**

Untuk menjawab pertanyaan penelitian tersebut diajukan 5 proposisi penelitian melalui pengujian empiris berdasarkan hipotesis-hipotesis penelitian sebagai berikut: Proposisi I diuji melalui hipotesis 4, hipotesis 6, hipotesis 7 dan hipotesis 22. Proposisi II diuji melalui hipotesis 1, hipotesis 5, hipotesis 11, hipotesis 13, dan hipotesis 22. Proposisi III diuji melalui hipotesis 2, hipotesis 3, hipotesis 8, hipotesis 9, hipotesis 10, hipotesis 12, dan hipotesis 15. Proposisi IV diuji dan dianalisis melalui hipotesis 20, dan hipotesis 21 sedangkan proposisi V diuji dan dianalisis melalui hipotesis 16, hipotesis 17, hipotesis 18, dan hipotesis 19.

Proposisi I:

Struktur modal optimal tercapai pada saat terjadi keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang. Pada saat sebelum mencapai titik optimum hutang lebih murah dibandingkan menerbitkan saham baru, namun setelah mencapai titik optimum hutang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, biaya kebangkrutan, dan biaya bunga. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan semakin cenderung menyesuaikan struktur modal ke tingkat *leverage* optimal jangka panjangnya.

Bukti dukungan pada proposisi I ditunjukkan oleh hasil pengujian empiris hipotesis 4 (ukuran perusahaan), dan hipotesis 22 (validitas teori *trade-off*) yang memberikan bukti besaran aktiva sangat signifikan berpengaruh positif terhadap struktur modal korporasi. Ketergantungan perusahaan-perusahaan di Indonesia yang beraktiva besar pada sumber pendanaan eksternal (hutang) yang sangat besar ini ditunjukkan oleh efek besaran aktiva terhadap profitabilitas yang berkorelasi positif dengan rasio hutang perusahaan. Bukti empiris ini didukung oleh hasil pengujian hipotesis 22 dimana perusahaan PMDN di Indonesia dalam mengoptimalkan struktur modalnya cenderung mengarah pada teori *trade-off*. Ketika rasio hutang korporasi PMDN berada di bawah rasio hutang optimal

jangka panjangnya, maka untuk mengimbangkan rasio hutang dan ekuitasnya; perusahaan-perusahaan PMDN yang profitabel sebaiknya lebih memprioritaskan pilihan sumber dana eksternal.

Namun, hubungan positif antara profitabilitas dengan rasio hutang menjadi inkonklusif pada teori *trade-off* ketika menguji keberadaan tingkat pajak korporasi (hipotesis 6) yang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap rasio hutang PMA dan tidak signifikan positif terhadap rasio hutang PMDN. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa pajak korporasi bukan elemen penting bagi pengoptimalan struktur modal perusahaan. Pengenaan beban pajak yang tinggi pada perusahaan-perusahaan yang profitabel masih dianggap sebagai penyebab meningkatnya biaya keagenan hutang ketika perusahaan meningkatkan penggunaan hutang, ketimbang sebagai pembawa manfaat bagi perusahaan. Hasil temuan ini memberikan bukti bahwa pembebanan pajak korporasi masih menjadi signal negatif bagi perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia untuk *leveraging up* ketika perusahaan memiliki daya profit yang tinggi. Tidak relevannya tingkat pajak korporasi mempengaruhi struktur modal sebagian besar perusahaan di Indonesia lebih disebabkan karena faktor informasi asimetris yang menyebabkan konflik keagenan yang timbul karena intervensi pengelolaan perusahaan oleh pemegang saham mayoritas sangat kuat. Keputusan untuk menggunakan sumber pendanaan eksternal melalui hutang ketika perusahaan yang profitabel terbebani pajak tinggi hanya terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas perusahaan. Hal ini memungkinkan keputusan *leveraging up* didasarkan pada pertimbangan opportunistik pemegang saham mayoritas pengendali perusahaan. Disamping itu, faktor lain yang mengakibatkan pembebanan pajak korporasi signal negatif untuk *leveraging up* adalah karena tingginya

biaya-biaya transaksi (*compliance costs*) yang harus dikeluarkan oleh perusahaan sebagai wajib pajak yang semakin memberatkan dan menghambat perusahaan dalam melakukan pemenuhan kewajiban pajaknya. Biaya-biaya transaksi terdiri dari “sacrifice of income”, “distribution cost”, dan “running cost”. Biaya-biaya pajak tersebut menimbulkan keraguan terhadap sistem perpajakan yang ada (Modigliani & Miller, 1963; Litzenger & Ramaswamy, 1979; dan Leary & Roberts, 2005).

Solusi atas temuan yang terkait dengan proposisi I ini:

Agar perusahaan-perusahaan PMA dan PMDN yang profitabel dan berskala aktiva besar dapat memperbaiki struktur modal optimalnya melalui *leveraging up* ketika terbebani pajak korporasi yang tinggi; maka bagi perusahaan PMA dan PMDN berskala aktiva besar yang profitabel dengan pasar keuangan berkembang baik; penambahan hutang (*leveraging up*) masih dapat dilakukan sepanjang tambahan manfaat penghematan pajak atas biaya bunga yang dibayarkan (*benefits of debt*) masih lebih besar daripada biaya-biaya pengorbanan menggunakan hutang (*bankruptcy cost & agency cost of debt*). Sebagaimana prinsip *four maxims* atau *four canons* dari pemikiran klasik Adam Smith (1723-1790), maka perusahaan-perusahaan PMA dan PMDN perlu menekankan penerapan ”efisiensi” dalam melaksanakan kewajiban pajaknya. Kaidah ekonomi prinsip Adam Smith menyarankan bahwa tambahan biaya hutang dan biaya-biaya pajak yang dikeluarkan perusahaan dalam rangka melakukan pemenuhan kewajiban pajaknya harus ditekan pada tingkat yang serendah-rendahnya dan tidak melebihi dari tambahan manfaat penghematan pajak atas biaya bunga yang dibayarkan. Disamping itu, komitmen positif dari keputusan penerbitan hutang sebaiknya didasarkan pada pengoptimalan kinerja proses yang ekselen dan tidak terkonsentrasi pada pertimbangan oportunistik pemegang

saham mayoritas. Tuntutan pembayaran dividen yang tinggi oleh pemegang saham mayoritas ketika perusahaan memperoleh *excess return* sebaiknya ditanggapi positif oleh pihak manajemen melalui penerbitan hutang. Pembayaran dividen yang tinggi diberikan kepada investor ketika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi dan perusahaan memiliki *excess cashflow* yang memadai untuk membayarkan dividen. Penerbitan hutang yang tinggi ini dapat digunakan sebagai sumber pendanaan untuk pembayaran dividen ketika perusahaan tidak memiliki *excess return* yang memadai, dan dapat digunakan untuk pembiayaan penerbitan saham ketika harga saham perusahaan tinggi. Solusinya, untuk membuat struktur modal yang baik melalui perimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang yang *favorable*, pihak manajemen perlu terus menerus memperbaiki kinerja keuangan perusahaan dan merespon positif kepentingan para investor melalui peningkatan penggunaan hutang untuk kepentingan perusahaan.

Dengan demikian, agar proposisi I ini dapat membantu pengelola perusahaan dalam membuat struktur modal optimal, maka proposisi I tersebut diperbaiki dalam format proposisi berikut ini:

Struktur modal optimal tercapai pada saat *pasar modal sempurna dan pajak memberikan manfaat positif atas penggunaan hutang, titik optimum leverage terjadi pada keseimbangan antara manfaat dan pengorbanan penggunaan hutang*. Pada saat sebelum mencapai titik optimum hutang lebih murah dibandingkan menerbitkan saham baru, namun setelah mencapai titik optimum hutang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung biaya keagenan, biaya kebangkrutan, dan biaya bunga. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan semakin cenderung menyesuaikan struktur modal ke tingkat *leverage* optimal jangka panjangnya.

Proposisi II:

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas. Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil yang konsisten dengan *pecking order* membuktikan bahwa rasio hutang memiliki hubungan negatif dengan laba. Perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba lebih memungkinkan menggunakan dana internal. Demikian juga semakin tinggi pertumbuhan perusahaan semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan dengan efek total diharapkan berimplikasi pada rendahnya rasio hutang perusahaan.

Pengujian empiris yang dilakukan melalui hipotesis 1 (profitabilitas), hipotesis 5 (pertumbuhan aktiva), hipotesis 7 (*collateral assets*), hipotesis 11 (hubungan biaya keagenan dan informasi asimetris dengan dividen) telah mendukung proposisi II tersebut. Signifikansi dari temuan menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang profitabel dan memiliki pertumbuhan aktiva dan *collateral assets* yang tinggi sebaiknya memilih prioritas pendanaan internal dalam membiayai investasi perusahaan. Profit yang tinggi selain merupakan sumber pendanaan internal perusahaan, dapat juga digunakan untuk melunasi hutang-hutang perusahaan. Temuan penelitian ini secara implisit menegaskan bahwa perusahaan cenderung mengandalkan sumber-sumber dana internalnya ketika ketersediaan *collateral assets* sudah berkurang. Sementara perusahaan akan mengandalkan sumber-sumber dana eksternal melalui hutang ketika perusahaan yang memiliki daya profit rendah mengalami kesulitan *cashflow* dalam membiayai proyek-proyek investasi perusahaan.

Namun, hasil pengujian hipotesis 13 (hubungan investasi dengan rasio hutang) memberikan hasil pengujian yang inkonklusif pada *pecking order*, bahwa hutang umumnya bertambah ketika investasi melebihi laba ditahan, dan akan berkurang ketika

investasi lebih rendah dari laba ditahan. Hasil penelitian ini memberi bukti yang kuat bahwa secara umum perusahaan PMA dan PMDN di Indonesia lebih perhatian pada pengimbangan biaya pendanaan saat ini dan masa mendatang, sehingga perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi akan mempertahankan kapasitas risiko hutang tetap rendah guna menghindari investasi dibiayai oleh penerbitan ekuitas yang lebih berisiko. Demikian juga pada pengujian hipotesis 22 (*validitas trade off*), ditunjukkan konsekuensi logis penerimaan teori *pecking order* yang menyebutkan secara umum perusahaan-perusahaan PMA di Indonesia lebih memilih prioritas sumber pendanaan internal ketika rasio hutang berada di bawah rasio hutang optimal industrinya.

Solusi atas temuan yang terkait dengan proposisi II ini:

Temuan-temuan ini memberikan solusi bagi perusahaan PMA yang memiliki daya profit tinggi dengan rasio hutang tinggi. Struktur modal dapat diperbaiki dengan melunasi hutang melalui daya profit yang dimiliki sampai pada tingkat rasio hutang perusahaan lebih rendah dari rasio hutang industri, dan investasi keuangan tidak melebihi laba ditahan. Namun, bagi perusahaan PMA yang membutuhkan tambahan dana untuk membiayai kegiatan operasional dan investasinya, maka agar rasio hutang tetap rendah (konklusif terhadap *pecking order*) pentingnya PMA menjadikan kekuatan pemegang saham *parents company* sebagai motivator pengendali struktur modal optimal perusahaan, dengan terlebih dahulu memperbaiki kinerja keuangan, dan meniadakan perilaku-perilaku oportunistis dari pihak manajemen. Hal tersebut akan berimplikasi pada peningkatan kepercayaan investor atau pemegang saham perusahaan induk terhadap kredibilitas perusahaan PMA di Indonesia yang merupakan anak perusahaan

multinasional. Investor akan semakin tergerak untuk menempatkan penyertaan modalnya ke dalam perusahaan.

Sementara bagi perusahaan PMDN yang kurang profitabel dengan rasio hutang tinggi, maka penyesuaian struktur modal dinamis jangka panjang dapat dicapai melalui peningkatan efektivitas pengelolaan hutang yang tinggi ke dalam proyek-proyek investasi yang produktif dan menguntungkan. Hutang yang tinggi dikelola untuk keperluan mereduksi konflik keagenan, membiayai emisi saham ketika *market valuation* ekuitas tinggi atau untuk membeli kembali saham-saham perusahaan ketika *market valuation* ekuitas rendah. Hutang yang tinggi dikelola untuk menciptakan proyek-proyek investasi melalui *sharing* ekuitas yang bertujuan mereduksi tingkat persaingan pasar output. Dengan demikian, peningkatan efektivitas pengelolaan hutang tersebut dapat memicu peningkatan pertumbuhan aktiva yang diikuti dengan meningkatnya laba ditahan, dan pada akhirnya akan banyak mengurangi ketergantungan perusahaan PMDN pada sumber-sumber dana eksternal.

Dengan demikian, agar proposisi II ini konklusif terhadap teori *pecking order* dalam upaya membuat struktur modal yang baik, maka proposisi II tersebut perlu dilakukan perbaikan, dalam format proposisi berikut:

Teori *pecking order* menjelaskan bahwa pendanaan didasarkan pada urutan pendanaan yang memiliki risiko terkecil yaitu laba ditahan, hutang dan penerbitan ekuitas. Teori ini lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil yang konsisten dengan *pecking order* membuktikan bahwa rasio hutang memiliki hubungan negatif dengan laba. Perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba lebih memungkinkan menggunakan dana internal *ketika rasio hutang perusahaan berada di bawah rasio hutang rata-rata industrinya*. Demikian juga semakin tinggi pertumbuhan perusahaan semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan dengan efek total diharapkan berimplikasi pada rendahnya rasio hutang perusahaan *ketika investasi tidak melebihi laba ditahan*.

Proposisi III:

Karena adanya penyebaran keputusan dan risiko, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya sehingga mereka menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan namun untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan dan mekanisme pembayaran dividen akan menekan atau mengurangi masalah keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi sumberdaya yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Implikasinya semakin tinggi kepemilikan insider dalam perusahaan semakin rendah tingkat *leverage* perusahaan. Pembayaran dividen menjembatani pengaruh biaya keagenan, informasi asimetris dan investasi pada *leverage*.

Pengujian empiris melalui pengujian hipotesis 2 (biaya keagenan), hipotesis 3 (biaya kebangkrutan), hipotesis 8 (risiko bisnis), hipotesis 9 (penerbitan ekuitas), hipotesis 10 (hubungan biaya keagenan dengan investasi), hipotesis 12 (hubungan investasi dengan dividen), dan hipotesis 15 (dividen menjembatani hubungan investasi dengan rasio hutang) telah mendukung proposisi III.

Namun pengujian empiris 14 (hubungan dividen dengan rasio hutang) memberikan hasil yang inkonklusif pada teori keagenan. Ditegaskan oleh bukti empiris hasil uji ini bahwa setiap kenaikan pembayaran dividen akan mengurangi bagian laba ditahan untuk berinvestasi, sehingga menurunkan investasi. Pembayaran dividen yang tinggi ini akan mendorong kebutuhan kas yang tinggi dan diperoleh dari hutang. Disini, terlihat setiap kenaikan pembayaran dividen akan berdampak pada peningkatan rasio hutang. Dengan demikian pembayaran dividen yang tinggi tersebut membuat hubungan investasi dengan rasio hutang menjadi semakin negatif. Temuan penelitian ini menunjukkan bukti bahwa pada perusahaan PMDN, rasio hutang optimal sebagian besar dipertahankan sebagai

komplemen pada pembayaran dividen dalam upaya meningkatkan efektivitas pihak manajemen mengelola aktiva perusahaan, sedangkan laba ditahan diprioritaskan untuk kebutuhan dana investasi dan memperoleh *capital gain*. Sementara, pada perusahaan PMA yang memiliki rasio hutang lebih rendah daripada perusahaan PMDN, dalam upaya meningkatkan efektivitas pengelolaan aktiva cenderung menggunakan sebagian besar laba ditahan sebagai sumber dana internal untuk membiayai investasi, pelunasan hutang dan membiayai emisi saham. Penggunaan hutang sebagai mekanisme kontrol untuk mereduksi konflik keagenan dan substitusi bagi kebijakan dividen PMA.

Solusi atas temuan yang terkait dengan proposisi III ini:

Untuk memperbaiki struktur modal perusahaan PMDN yang didasarkan pada pengoptimalan kinerja proses yang ekselen dan tidak terkonsentrasi pada pertimbangan oportunistik pihak manajemen; dapat dilakukan melalui peningkatan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Tuntutan pembayaran dividen yang tinggi oleh pemegang saham mayoritas ketika perusahaan memperoleh *excess return* penting ditanggapi positif oleh pihak manajemen melalui penerbitan hutang ketika tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan tinggi. Sebaliknya, dari kepentingan pihak manajemen; penambahan hutang akan memotivasi mereka meningkatkan efektivitas penggunaan aktiva perusahaan dengan lebih baik lagi. Penerbitan hutang yang tinggi ini dapat digunakan untuk membiayai proyek-proyek investasi perusahaan dan mendisiplinkan pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, disamping sebagai sumber dana untuk pembayaran dividen. Kebijakan dividen disini berperan sebagai signal reputasi kesehatan keuangan perusahaan. Investor memandang dividen sebagai signal kemampuan perusahaan meningkatkan pendapatan mereka, sehingga perubahan dalam kebijakan dividen akan

mempengaruhi sikap investor pada perusahaan. Disamping itu, kebijakan dividen dapat menjembatani hubungan biaya keagenan dan keputusan investasi dengan struktur modal perusahaan. Intinya, pihak manajemen perlu memperbaiki kinerja perusahaan dan merespon positif kepentingan para investor melalui peningkatan investasi, peningkatan pembayaran dividen, dan menggunakan hutang untuk kepentingan pemaksimalan nilai perusahaan. Solusi temuan ini mensinergikan kekuatan *debtholders* sebagai penggerak pihak manajer dan pemegang saham dalam memperbaiki struktur modal.

Namun, solusi atas temuan yang menjadikan hutang sebagai pendorong bagi pihak manajemen dan pemegang saham ini, tidak sepenuhnya berlaku bagi perusahaan PMA yang profitabel dan memiliki pertumbuhan aktiva dengan *excess cashflow* yang tinggi. Penyesuaian struktur modal yang baik ketika perusahaan PMA memiliki pertumbuhan aktiva dengan *excess cashflow* tinggi dapat dicapai melalui efektivitas pemanfaatan *excess cashflow* untuk pembayaran dividen, rekapitalisasi dan reinvestasi produktif untuk pengembangan perusahaan melalui strategi diversifikasi, membiayai emisi saham ketika *market valuation* tinggi atau membeli kembali saham beredar untuk membatasi kepemilikan *outsider*, dan untuk melunasi hutang-hutang perusahaan. Efektivitas pemanfaatan *excess cashflow* akan mendorong perusahaan PMA melakukan penyesuaian struktur modalnya ke arah perimbangan ekuitas dan hutang yang lebih *favorable*.

Solusi ini menegaskan bahwa dengan mengetahui struktur modal optimal, maka kekuatan investor maupun kreditur dapat menjadi pendorong bagi pihak manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan pada proyek-proyek investasi yang produktif dan menguntungkan perusahaan. Dengan demikian, agar dapat menjadi acuan dalam pengembangan teori, proposisi III tersebut diperbaiki ke dalam format proposisi berikut:

Karena adanya penyebaran keputusan dan risiko, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya sehingga mereka menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan namun untuk kepentingan oportunistik. Ini jelas akan menimbulkan risiko kebangkrutan dan biaya keagenan. Meningkatkan kepemilikan insider dalam perusahaan dan mekanisme pembayaran dividen akan menekan atau mengurangi masalah keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi sumberdaya yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan. Implikasinya semakin tinggi kepemilikan insider dalam perusahaan semakin rendah tingkat *leverage* perusahaan, ***ketika perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi memiliki excess cashflow sebagai sumber pendanaan internal investasinya***. Pembayaran dividen dapat menjembatani pengaruh investasi pada *leverage* ***ketika tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan tinggi***.

Proposisi IV:

Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh persaingan diantara perusahaan-perusahaan yang ada di dalam suatu industri. Interaksi struktur modal dengan variabel organisasi industri dapat memberikan pengaruh pada perubahan pengeluaran investasi perusahaan, dan sebaliknya perubahan pengeluaran investasi yang dipengaruhi oleh variabel organisasi industri akan mempengaruhi perubahan *leverage* perusahaan. Implikasi penting variabel organisasi industri seperti struktur industri pada *leverage* perusahaan; bahwa hubungan tingkat *leverage* dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi.

Pengujian empiris melalui pengujian hipotesis 20 (variabel organisasi industri), dan hipotesis 21 (variabel organisasi industri memoderasi hubungan kausal investasi dengan rasio hutang) menunjukkan dukungan pada proposisi IV tersebut. Hasil pengujian empiris penelitian ini memberi bukti bahwa semakin terkonsentrasi industri akan semakin banyak proyek-proyek investasi perusahaan. Hasrat berinvestasi perusahaan besar dipengaruhi oleh besarnya pangsa pasar. Penggunaan hutang yang tinggi digunakan untuk mendanai sumberdaya dan kompetensi dalam upaya mempengaruhi struktur industri, yang memiliki implikasi penting pada struktur modal korporasi. Hubungan

kausalitas antara rasio hutang dengan investasi semakin signifikan positif ketika pangsa pasar perusahaan semakin besar. Struktur modal yang optimal akan semakin menurunkan biaya investasi perusahaan ketika pangsa pasar perusahaan meningkat, sebaliknya perusahaan-perusahaan yang memiliki pangsa pasar rendah, hutang yang tinggi dapat menciptakan banyak proyek-proyek investasi perusahaan.

Solusi atas temuan yang diperoleh dari proposisi IV ini memberikan pedoman bagi perusahaan PMA dengan kemampuan adaptasi lingkungan yang semakin rendah (pangsa pasar kecil) dan memiliki rasio hutang tinggi; maka hutang yang tinggi dapat diprioritaskan untuk menjalankan banyak proyek-proyek investasi strategis perusahaan yang dapat meningkatkan sumberdaya dan kompetensi dalam memperoleh laba ekonomi berkelanjutan, dimana proyek-proyek investasi strategis perusahaan tersebut dapat mempengaruhi struktur industri pasar produk perusahaan. Interaksi antara struktur modal dengan pangsa pasar yang diraih perusahaan PMA dapat memperkuat pengaruh negatif struktur modal terhadap keputusan investasi perusahaan PMA. Sebaliknya investasi yang besar diperlukan untuk menyusun aksi-aksi strategis yang membutuhkan biaya tambahan dalam berbisnis, dan sumber dananya dapat berasal dari hutang. Tingginya kebutuhan dana dari hutang ini bagi perusahaan semata untuk membiayai strategi bisnis perusahaan yang berorientasi pada kekuatan pasar, dengan demikian aksi-aksi strategis yang dibiayai oleh hutang tersebut memungkinkan perusahaan untuk mempertahankan pangsa pasar. Solusi atas temuan ini memberi rekomendasi pada perusahaan-perusahaan PMA untuk meningkatkan peluang meraih lebih banyak lagi hutang. Oleh karena itu menjadi sangat penting bagi perusahaan PMA untuk mensinergikan kekuatan *debtholder* atau kreditur sebagai motivator bagi manajer dan pemegang saham dalam menyusun aksi-aksi strategis

bagi pengembangan dan *sharing* kompetensi untuk memperoleh keunggulan kompetitif perusahaan, sehingga sinergi kekuatan *debtholder* tersebut dapat membantu perusahaan PMA dalam mencari atau menempatkan posisi efektif perusahaan dalam industri.

Namun bagi perusahaan PMDN yang memiliki rasio hutang tinggi, perubahan struktur modal atas utilisasi kapasitas hutang yang berinteraksi dengan pangsa pasar tidak menyebabkan perubahan yang berarti terhadap keputusan investasi perusahaan PMDN. Sinergi kekuatan *debtholder* diperlukan ketika perusahaan PMDN *market power* mengalami kesulitan *cashflow* untuk membiayai proyek investasinya (*trade-off theory*).

Proposisi V

Perbedaan struktur modal antara perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri(PMDN) disamping disebabkan oleh pengaruh eksternalitas namun juga disebabkan oleh dua determinan dalam struktur modal perusahaan yaitu biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Perusahaan PMA sebagai anak perusahaan multinasional yang berada di negara lain dengan kondisi persaingan tertentu, otomatis menghadapi tingginya biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang lebih besar daripada perusahaan PMDN. Bila biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka menyebabkan tingkat rasio hutang menurun. Implikasinya tingkat *leverage* perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat *leverage* perusahaan PMDN. Sementara dari sudut perspektif tingkat pertumbuhan aktiva perusahaan, bahwa perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhan aktiva tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi memungkinkan untuk membayar dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN.

Bukti-bukti empiris yang diperoleh dari hasil pengujian hipotesis 16, dan hipotesis 18, menunjukkan dukungan pada proposisi V penelitian ini. Tingginya biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang dihadapi perusahaan PMA sebagai anak perusahaan *parent*

company yang berinvestasi di Indonesia membuat PMA lebih memprioritaskan pada sumber-sumber dana internalnya, disamping karena kemampuan PMA memperoleh *debt reduction* atas diversifikasi internasional yang dilakukan.

Namun, inkonklusif penelitian ini pada proposisi V ketika menguji hipotesis 17 dan hipotesis 19. Tidak signifikan perbedaan rasio hutang optimum kedua status perusahaan tersebut dapat disebabkan perbedaan pengaruh pembayaran dividen terhadap rasio hutang. Perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi akan membayarkan dividen lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN, ketika rasio hutang PMA lebih tinggi daripada PMDN. Namun, pada tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi dan ketika rasio hutang PMA lebih rendah daripada PMDN, maka dividen yang dibayarkan PMA lebih tinggi daripada PMDN.

Solusi atas temuan yang berkaitan dengan proposisi V penelitian ini memberi jawab *perlunya* perusahaan-perusahaan PMA di Indonesia yang menghadapi tingginya biaya keagenan dan biaya kebangkrutan terus menerus memperbaiki struktur modal optimalnya melalui berbagai sumber-sumber pendanaan internal (*parents company*, laba ditahan, *debt reduction* atas risiko FDI). Bagi perusahaan PMA yang memiliki tingkat pertumbuhan aktiva tinggi, meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham dapat memperlemah pengaruh investasi terhadap struktur modal PMA ketika rasio hutang PMA rendah. Langkah ini dapat menyebabkan rasio hutang dan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan PMA yang merupakan *subsidiaries* dari *parents company* yang negara asalnya memiliki volatilitas pasar rendah, menjadi *rendah*.

Namun bagi perusahaan PMDN, kekuatan sumber dana dari pihak eksternal (kreditur/*debtholder*) masih sangat dibutuhkan untuk mengurangi konflik keagenan

perusahaan yang tinggi. Kekuatan kreditur dapat membantu perusahaan mengatasi konflik keagenan melalui penerbitan hutang sebagai sumber dana perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Bagi perusahaan PMDN yang memiliki daya profit dan tingkat pertumbuhan aktiva tinggi, peningkatan pembayaran dividen dapat memberikan peningkatan efek total investasi pada rasio hutang PMDN. Oleh karena itu, dalam pedoman pemberdayaan investor agar perusahaan PMDN mendapatkan kepercayaan penuh dari investor, maka menjadi sangat penting bagi perusahaan PMDN untuk terus menerus memperbaiki kinerja keuangan korporasinya melalui pengimbangan hutang dengan modal sendiri yang *favorable*, dan pada akhirnya penyertaan modal investor ke dalam perusahaan tersebut dapat menciptakan hasil lebih di atas pengorbanannya yang optimal.

Berdasarkan solusi temuan penelitian ini, dapat dibuat kesimpulan masalah penelitian mengenai perbedaan struktur modal perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) dalam format proposisi berikut ini:

Perbedaan struktur pendanaan antara perusahaan penanaman modal asing (PMA) dengan perusahaan penanaman modal dalam negeri (PMDN) disamping disebabkan oleh pengaruh eksternalitas namun juga disebabkan oleh dua determinan dalam struktur modal perusahaan yaitu biaya keagenan dan biaya kebangkrutan. Perusahaan PMA sebagai anak perusahaan multinasional yang berada di negara lain dengan kondisi persaingan tertentu, otomatis menghadapi tingginya biaya keagenan dan biaya kebangkrutan yang lebih besar daripada perusahaan PMDN. Bila biaya keagenan dan biaya kebangkrutan tinggi maka menyebabkan tingkat rasio hutang menurun. Implikasinya tingkat *leverage* perusahaan PMA lebih rendah daripada tingkat *leverage* perusahaan PMDN. Sementara dari sudut perspektif tingkat pertumbuhan perusahaan, bahwa perusahaan PMA yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan mempunyai kesempatan besar ekspansi memungkinkan untuk membayar dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan PMDN, *ketika rasio hutang perusahaan PMA lebih tinggi daripada rasio hutang perusahaan PMDN, vice-versa.*

6.3 Implikasi Teoritis

Hasil penelitian empiris pada studi ini menggabungkan teori dasar struktur modal (*trade-off* dan *pecking order*) dengan teori keagenan, dan teori kontingensi dalam upaya mengoptimalkan struktur modal korporasi. Proposisi I melalui pengujian hipotesis 4 dan hipotesis 22 memberi bukti bahwa **untuk mengoptimalkan struktur modal diperlukan pengimbangan antara manfaat dan pengorbanan dari penggunaan hutang**. Manfaat yang diperoleh ketika tingkat pajak korporasi dipandang menjadi elemen penting bagi struktur modal ketimbang menjadi beban, adalah karena biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak sehingga menurunkan biaya hutang. Dalam kondisi seperti itu, **agar struktur modal optimal, maka perusahaan akan lebih banyak menggunakan sumber-sumber dana eksternal ketika memiliki daya profit yang besar. Sebaliknya, tidak menggunakan sumber-sumber dana eksternal ketika daya profit perusahaan rendah**. Dengan demikian proposisi I ini memberi dukungan pada teori Modigliani & Miller (1958), teori *trade-off* dari Myers (1984), Bringham *et al* (1999), Panno (2003), dan Gaud *et al* (2005), yang menunjukkan profitabilitas berpengaruh positif pada struktur modal.

Proposisi II melalui pengujian hipotesis 1, hipotesis 5, hipotesis 11, hipotesis 13 dan hipotesis 14 mendukung teori *pecking order* Myers & Majluf (1989), Rajan & Zingales (1995), Bhaduri (2002), Tong & Green (2005), dan Chen & Strange (2006). Pandangan *pecking order* menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap rasio hutang, dan pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap rasio hutang. Hasil temuan penelitian ini menyebutkan **perusahaan membayarkan dividen yang tinggi dengan rasio hutang yang tinggi ketika pertumbuhan perusahaan tinggi, dan cenderung menggunakan sumber dana internal ketika profit perusahaan tinggi** (Proposisi V). Demikian juga hasil uji hipotesis-hipotesis untuk proposisi III memberi bukti **adanya konflik keagenan yang signifikan**

antara pemegang saham dengan *debtholder* atau kreditur, dan antara pemegang saham dengan manajer, dan antara manajer dengan *debtholder*. Dengan demikian proposisi II, proposisi III, dan proposisi V ini memberikan dukungan pada teori *pecking order* dan teori keagenan. Dalam konteks teori keagenan perilaku oportunistik manajemen terjadi bila terdapat konflik kepentingan antara pihak agen dengan pihak prinsipal (Jensen & Meckling, 1976; Mao, 2003; Pawlina & Renneboog, 2005; dan Chen *et al*, 2006).

Hasil pengujian hipotesis 20 dan hipotesis 21 yang merupakan bagian dari Proposisi IV memberikan bukti bahwa **pangsa pasar sebagai cerminan konsentrasi industri memoderasi hubungan kausalitas investasi dengan rasio hutang korporasi.** Hasil temuan penelitian ini memberi bukti bahwa dalam membuat struktur modal yang baik penting bagi perusahaan untuk membangun *financial leverage* dalam strategi bisnisnya dengan mempertimbangkan faktor lingkungan. **Semakin terkonsentrasi lingkungan industri pada kekuatan perusahaan besar akan membuat hubungan kausalitas investasi dengan struktur modal menjadi semakin signifikan.** Hasil uji hipotesis-hipotesis untuk proposisi IV ini mendukung pendapat Sullivan (1974), Kim & Lyn (1986), Raviv (1988), Maksimovic (1988), Kovenock & Phillips (1997), Lord & Farr (2003), Kuo & Wang (2005), dan Kim *et al* (2005). Studi Kovenock & Phillips (1997) menunjukkan bahwa struktur industri memiliki implikasi penting terhadap rasio hutang perusahaan. Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh persaingan diantara perusahaan-perusahaan yang ada di dalam suatu industri. Hubungan rasio hutang dengan investasi perusahaan akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi. Dengan demikian proposisi IV ini semakin memberikan pengayakan dan perluasan teori struktur modal dengan memasukkan teori kontingensi pada penentuan aksi-aksi strategis yang dapat diciptakan perusahaan dalam upaya mempertahankan keunggulan kompetitif berkelanjutan perusahaan. Kesimpulan yang

diperoleh dari proposisi IV ini adalah ketika **perusahaan memiliki pangsa pasar yang besar, maka efek penambahan penggunaan hutang akan semakin meningkatkan penciptaan proyek-proyek investasi yang besar bagi perusahaan dan dapat mempengaruhi struktur industri, sebaliknya efek peningkatan investasi yang besar akan semakin membutuhkan biaya tambahan dalam berbisnis, dan sumber dananya dapat berasal dari penggunaan hutang.** Kesimpulan ini mendukung pendapat Barney (1991), Jensen (1986, 1993), Douglas *et al* (2003). Teori kontingensi menyatakan keberhasilan strategi perusahaan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk mengadaptasi lingkungannya (Jones, 2001; Kast & Rosenzweig, 2002; dan Vonderembse & Jayaram, 2005).

Keterkaitan temuan penelitian dengan teori-teori dasar yang digunakan secara integral adalah menyajikan hasil uji empiris untuk menganalisis perbedaan struktur modal perusahaan PMA dengan perusahaan PMDN berdasarkan teori keagenan dan teori kontingensi. Perbedaan struktur modal PMA dengan PMDN ditangkap dalam kontinum perbedaan keputusan investasi dalam perspektif dukungan pada teori *trade off* dan *pecking order*, sementara variabel organisasi industri sebagai faktor adaptasi lingkungan dinamis yang memoderasi hubungan kebijakan investasi dengan kebijakan hutang perusahaan dijelaskan melalui konteks dukungan pada teori kontingensi. Kemudian dividen dapat memperkuat pengaruh investasi terhadap struktur modal perusahaan, dalam upaya menekan konflik keagenan kedua status perusahaan tersebut ditangkap dalam konteks dukungan pada teori keagenan.

6.4 Implikasi Manajerial

Implikasi praktis hasil penelitian ini bagi manajemen memberikan pedoman bagi para manajer dalam mempertimbangkan manfaat dan biaya dari sumber dana yang dipilih ketika harus mengimbangkan struktur modal. Seleksi dan *screening* faktor-faktor penting

determinan struktur modal dapat ditentukan dari hasil temuan penelitian ini. Hasil temuan memberikan informasi tentang pentingnya kebijakan dividen dikaitkan dengan tingkat pertumbuhan aktiva ketika manajemen harus membuat keputusan struktur modal yang optimal dalam konteks konflik kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham, dan antara pihak manajemen dengan kreditur atau *debtholder*. Demikian juga, memberi pedoman kepada pihak manajemen tentang *time the market* atau *equity market timing* ketika harus memutuskan untuk menerbitkan ekuitas atau hutang, ketika muncul konflik kepentingan antara pemegang saham dengan *debtholder*. Hasil penelitian ini juga berimplikasi praktis pada kebijakan investasi yang perlu mempertimbangkan faktor adaptasi lingkungan industri ketika harus membuat keputusan struktur modal, seperti bagi para manajer perusahaan PMDN yang memiliki pangsa pasar besar; rasio hutang yang tinggi merupakan sumber dana bagi penciptaan proyek-proyek investasi perusahaan dalam upaya mempertahankan keunggulan kompetitif berkelanjutan. Penggunaan hutang yang tinggi untuk membiayai investasi lebih diarahkan pada peningkatan kualitas portfolio sumberdaya dan kapabilitas perusahaan yang mampu menciptakan *barrier to entry* melalui *sharing* ekuitas, sehingga meningkatkan derajat volatilitas yang tinggi pada struktur pasar atau struktur industri.

Implikasi praktis bagi investor, temuan penelitian ini mengungkap indikasi struktur modal PMA yang mengikuti pola *agency costs hypothesis* (substitusi), memberikan *warning* kepada para investor yang berniat membeli saham perusahaan-perusahaan terbuka PMA setidaknya menyadari biaya keagenan yang berpotensi muncul terkait dengan konflik keagenan tipe pertama (manajer dengan pemegang saham mayoritas atau minoritas). Demikian juga temuan tentang hipotesis penerbitan ekuitas yang berpengaruh

negatif terhadap rasio hutang menunjukkan betapa signifikannya konflik keagenan tipe ketiga yang terjadi antara pemegang saham dengan *debtholder*, khususnya pada perusahaan-perusahaan PMDN. Signifikansi hasil temuan penelitian ini menunjukkan bagaimana perusahaan-perusahaan di Indonesia menciptakan hutang yang tinggi untuk keperluan mereduksi konflik keagenannya. Hasil penelitian ini mengungkap fakta bahwa kekuatan kreditur atau *debtholder* bisa menjadi motivator bagi manajer dan pemegang saham perusahaan di Indonesia dalam upaya membuat struktur modal yang baik.

Implikasi praktis bagi Pemerintah maupun Regulator di Indonesia, adalah temuan yang menenggarai praktek *moral hazard* pada kebijakan *leverage* dan persoalan *debt reduction* sehubungan dengan aktivitas diversifikasi arus kas internasional yang berpotensi menimbulkan konflik keagenan tipe kedua (manajer vs kreditur/*debtholder*) pada perusahaan PMA terbuka sampel penelitian ini. Kontribusi temuan studi ini dapat digunakan sebagai masukan kepada pihak bank atau lembaga keuangan dalam penggelontoran maupun pengucuran kredit investasi. Tertenggarainya persoalan *moral hazard* tersebut tidak terlepas dari indikasi kurang berfungsinya peran kontrol dalam konteks tata pamong korporasi. Pemenuhan prinsip transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi dan kewajaran dari tata kelola perseroan semestinya mengarahkan penggelontoran dana pada tataran risiko yang dikalkulasi, dan tidak melampaui batas maksimum pemberian kredit *rating* debitur. Hal ini menjadi tugas penting bagi regulator perbankan untuk tidak lagi menjadi rahasia umum bahwa pengucuran dana pinjaman dari dan untuk *intra business group*. Bila dimungkinkan untuk menelusur sumber pendanaan serta kecukupan agunan hutang tiap perusahaan dalam kaitan dengan status kreditur dan debitur (Sugiarto, 2008).

Demikian juga bagi regulator pasar modal yakni BAPEPAM-LK, untuk terwujudnya pasar modal yang efisien berbasis informasi; maka diperlukan perhatian yang serius dari semua pihak yang terkait dalam pasar modal Indonesia untuk memotivasi masyarakat berinvestasi di pasar modal, meningkatkan *awareness* pentingnya informasi di kalangan investor domestik melalui proses sosialisasi & edukasi, serta melakukan *low enforcement* kepada emiten dalam hal penyediaan informasi secara akurat, transparan, merata, dan tepat waktu. Penegakan hukum secara konsisten diperlukan semua pelaku pasar modal untuk menghilangkan praktek-praktek pelanggaran hukum demi terwujudnya pasar modal efisien berbasis informasi, dan kredibel di mata masyarakat global, mengingat besarnya peran kepemilikan asing dalam aktivitas perdagangan di pasar modal Indonesia.

6.5 Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang

Pengujian dan penarikan kesimpulan dalam penelitian ini masih menyisakan beberapa keterbatasan. Keterbatasan penelitian ini terletak pada beberapa hal yaitu: *pertama*, pengujian model empiris struktural struktur modal dilakukan dengan modifikasi model empiris yang dibatasi pada penggunaan satu proksi atau indikator untuk setiap variabel penelitian dengan alasan untuk mengeksplorasi hubungan dan pengaruh variabel-variabel yang *observable* dan terbatas dengan pendekatan persamaan regresi. Hasil penelitian ini belum dapat menentukan faktor-faktor determinan perilaku keputusan struktur modal yang secara tepat dapat mempengaruhi keputusan pendanaan. Seperti penggunaan proksi *assets utilization ratio* (AUR) untuk variabel biaya keagenan, atau proksi variabilitas *earning* untuk variabel biaya kebangkrutan, dan *market share* sebagai proksi dari variabel organisasi industri. Sebagaimana Chen & Jiang (2001) menyatakan setiap atribut teori untuk mengidentifikasi penentuan struktur modal perusahaan kebanyakan tidak hanya

dipengaruhi oleh satu indikator sebagai proksi dari setiap atributnya, sehingga penggunaan satu proksi untuk setiap atribut determinan struktur modal disadari sebagai keterbatasan penelitian ini. Kesalahan pengukuran (*measurement error*) bisa saja terjadi dalam pengujian bila hanya mengambil salah satu indikator sebagai proksi dari setiap atribut teori struktur modal. Penelitian mendatang diharapkan dapat menganalisis perbedaan struktur modal kedua status perusahaan dengan melibatkan banyak indikator untuk setiap atribut teori struktur modal, seperti menyelesaikan penelitian ini dengan menggunakan pendekatan *structural equation modeling* (SEM) mengingat SEM dapat menentukan model yang *fit* untuk sebuah teori dengan memasukkan semua variabel baik yang *observable* maupun yang *unobservable* dalam konteks persamaan simultan.

Kedua, pengujian hipotesis tentang tingkat pajak baik yang diproksi dengan besarnya pajak yang dibayarkan maupun dengan biaya penyusutan menunjukkan hasil yang tidak signifikan hampir di semua model empiris penelitian. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa proksi ini belum dapat menggambarkan eksistensi variabel tingkat pajak sebagai determinan struktur modal. Sebagaimana proposisi Modigliani & Miller (1958) yang menyebutkan bahwa kehadiran pajak korporasi memungkinkan perusahaan untuk mengoptimalkan struktur modalnya. Hasil yang inkonklusif variabel pajak korporasi terhadap proposisi MM dalam penelitian ini mengakibatkan sulitnya menentukan titik optimum rasio hutang yang dapat menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan dari penggunaan hutang, dan kehadiran pajak dipandang sebagai signal negatif perusahaan untuk melakukan *leveraging up*. Penelitian mendatang diharapkan dapat menentukan berbagai proksi yang tepat untuk mengukur variabel pajak korporasi.

Ketiga, pengujian hipotesis tentang biaya keagenan hanya menggambarkan konflik keagenan secara umum yakni pemegang saham mayoritas dengan pihak manajemen yang terindikasi secara terpisah dari model empiris penelitian. Konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajer timbul ketika kepemilikan saham perusahaan menyebar yang terlihat dari persentase kepemilikan saham oleh publik untuk masing-masing status perusahaan. Sedangkan konflik keagenan antara pihak manajemen dengan kepemilikan *insider* dan/atau kepemilikan institutional dalam penelitian ini hanya diinterpretasikan secara tidak langsung yang tercermin dari signifikansi pengaruh variabel rasio utilisasi aktiva terhadap investasi atau rasio hutang. Oleh karena itu, menjadi agenda penelitian mendatang pengukuran langsung atribut keagenan dengan melihat struktur kepemilikan saham perusahaan sehingga konflik keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pihak manajer dan/atau pemegang saham *insider* atau institusional tercermin langsung dari model empiris penelitian yang diujikan.

Keempat, sampel penelitian ini menggunakan data panel dengan kualifikasi perusahaan yang tidak tergolong pada industri jasa keuangan dan ritel, serta tidak melihat pengaruh perbedaan jenis industri, risiko politik (seperti *enterprises corruption index*) dan budaya (*corporate culture, social culture, dan national culture*) pada struktur modal. Oleh karena itu, agar penelitian mendatang memberikan kekuatan dalam generalisasi hasil sebaiknya melibatkan industri jasa keuangan & ritel sebagai unit analisis, dan mengakomodasi atau mempertimbangkan pengaruh perbedaan jenis industri, risiko politik, dan pengaruh budaya ke dalam model penelitian struktur modal ini, serta membagi periode waktu penelitian ke dalam periode sebelum krisis, saat krisis, dan periode waktu pemulihan ekonomi (*economy recovering*).

APPENDIX

1 INSTRUMENT VARIABLES

Pandang suatu persamaan regresi linear dalam catatan matriks yang dinyatakan sebagai: $\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi$ dengan penyelesaian persamaan normal

$$\boldsymbol{\beta}' = (\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{X}'\mathbf{Y})$$

Bila \mathbf{z} merupakan suatu variabel instrumen bagi \mathbf{X} dan $\boldsymbol{\rho}\mathbf{xz} = \mathbf{0}$, maka persamaan normalnya menjadi: $\mathbf{z}'\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{z}'\mathbf{X} + \mathbf{z}'\xi$ karena $E(\mathbf{z}'\xi) = \mathbf{0}$ maka $\mathbf{z}'\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{z}'\mathbf{X}$, dari persamaan ini diperoleh penyelesaian persamaan normal OLS sebagai

$$\boldsymbol{\beta}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{Y})$$

dan substitusikan $\mathbf{Y} = \boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi$ pada penyelesaian persamaan normal $\boldsymbol{\beta}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{Y})$ diperoleh:

$$\boldsymbol{\beta}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'[\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \xi])$$

$$\boldsymbol{\beta}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\boldsymbol{\beta}'\mathbf{X} + \mathbf{z}'\xi)$$

$$\boldsymbol{\beta}^* = (\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{X})\boldsymbol{\beta} + \mathbf{z}'\xi$$

karena $E(\mathbf{z}'\xi) = \mathbf{0}$ dan $(\mathbf{z}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{z}'\mathbf{X}) = \mathbf{I}$, adalah matriks identitas, maka dari penyelesaian persamaan normal tersebut, dapat dibuktikan bahwa untuk $(n \rightarrow \infty)$, maka $E(\boldsymbol{\beta}^*) = \boldsymbol{\beta}$.

Atau **Limit** $\lim_{n \rightarrow \infty} P(|\boldsymbol{\beta}_n^* - \boldsymbol{\beta}| > \xi) = \mathbf{0}$ yang membuktikan bahwa $\boldsymbol{\beta}^*$ akan konsisten dengan $\boldsymbol{\beta}$ untuk sampel besar.

Sementara varians $\boldsymbol{\beta}$ sama dengan $\text{Var}(\boldsymbol{\beta}) = E(\mathbf{B} - \boldsymbol{\beta})(\mathbf{B} - \boldsymbol{\beta})'$

$$\text{Var}(\boldsymbol{\beta}) = E[(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}\mathbf{X}'\mathbf{Y} - \boldsymbol{\beta}][(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}\mathbf{X}'\mathbf{Y} - \boldsymbol{\beta}]'$$

$$\text{Var}(\boldsymbol{\beta}) = E(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}\mathbf{X}'\xi\xi'\mathbf{X}(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}$$

$$\text{Var}(\boldsymbol{\beta}) = (\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}\mathbf{X}'\mathbf{X} E(\xi'\xi)(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}$$

Karena $E(\xi'\xi) = \sigma^2$ dan $(\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}(\mathbf{X}'\mathbf{X}) = \mathbf{I}$, adalah matriks identitas, maka varians $\boldsymbol{\beta}$

disederhanakan menjadi $\text{Var}(\boldsymbol{\beta}) = \sigma^2 (\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1}$

Bila z merupakan variabel instrumen bagi X dan $E(z'\xi) = 0$, serta $z'Y = \beta^*z'X\beta$, maka varians β^* dapat diduga melalui hubungan matematis berikut:

$$\text{Var}(\beta^*) = E(\beta^* - \beta)(\beta^* - \beta)'$$

$$\text{Var}(\beta^*) = E[(X'X)^{-1}X'(\beta^*z'X\beta) - \beta][(X'X)^{-1}X'(\beta^*z'X\beta) - \beta]'$$

$$\text{Var}(\beta^*) = E[(X'X)^{-1}X'z'\xi\xi'zX(X'X)^{-1}]'$$

$$\text{Var}(\beta^*) = (X'X)^{-1}X'XE(z'\xi\xi'z)(X'X)^{-1}$$

$$\text{Var}(\beta^*) = E(z'z) E(\xi\xi') (X'X)^{-1}$$

Karena $E(z'z) = \sigma_z^2$; $E(\xi\xi') = \sigma^2$; dan $\text{Var}(\beta) = \sigma^2 (X'X)^{-1}$ maka varians β^* diperoleh

$$\mathbf{Var}(\beta^*) = \sigma_z^2 [\mathbf{Var}(\beta)]$$

Dengan demikian untuk sampel besar ($n \rightarrow \infty$), penduga β^* bukanlah penduga dengan varians minimum, karena dengan ketidaksamaan Chebyshev kondisi Varians (β^*) ini tidak memenuhi kaidah $\mathbf{Limit}_{n \rightarrow \infty} P(|\beta_n^* - \beta| < \xi) \geq 1 - \sigma_z^2/\xi^2$; $\xi > 0$.

Telah disinggung bahwa untuk mengatasi persoalan endogenitas pada penelitian ini, diperlukan suatu variabel instrumen z yang memiliki korelasi dengan variabel investasi, biaya keagenan atau biaya kebangkrutan, dan variabel leverage, namun $E(z'\xi) = 0$. Seperti pada sistem persamaan struktural untuk model empiris yang dicatat sebagai:

Persamaan dividen:

$$DIV = \Omega_0 + \Omega_1(AC) + \Omega_2(BC) + \Omega_3(INV) + \Omega_4(EBIT/A) + \Omega_5(M/B) + \varepsilon_1 \dots \text{ pers (11)}$$

Persamaan leverage:

$$LEV = \phi_0 + \phi_1(AC) + \phi_2(BC) + \phi_3(EBIT/A) + \phi_4(DIV) + \phi_5(SIZE) + \phi_6(TAX) + \phi_7(INV) + \phi_8(RISK) + \phi_9(CVA) + \varepsilon_2 \dots \text{ pers (12)}$$

Persamaan investasi:

$$INV = \Phi_0 + \Phi_1(AC) + \Phi_2(TAX) + \Phi_3(EBIT/A) + \Phi_4(SIZE) + \Phi_5(RISK) + \Phi_6(TGA) + \Phi_7(LEV) + \Phi_8(M/B) + \varepsilon_3 \dots \text{ pers (13)}$$

Sistem persamaan struktural ini dapat diselesaikan dengan mensubstitusikan persamaan (11) ke dalam persamaan (12), sehingga diperoleh persamaan *reduced form* berikut:

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1 AC + \varphi_2 BC + \varphi_3 EBIT/A + \varphi_4 [\Omega_0 + \Omega_1 AC + \Omega_2 BC + \Omega_3 INV + \Omega_4 EBIT/A + \varepsilon_1] + \varphi_5 SIZE + \varphi_6 TAX + \varphi_7 INV + \varphi_8 RISK + \varphi_9 CVA + \varepsilon_2$$

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1 AC + \varphi_2 BC + (\varphi_3 + \varphi_4 \Omega_4) EBIT/A + \varphi_4 [\Omega_0 + \Omega_1 AC + \Omega_2 BC] + \varphi_5 SIZE + \varphi_6 TAX + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) INV + \varphi_8 RISK + \varphi_9 CVA + (\varepsilon_2 + \varphi_4 \varepsilon_1)$$

Selanjutnya substitusikan persamaan (13) ke dalam persamaan ini, diperoleh:

$$LEV = \varphi_0 + \varphi_1 AC + \varphi_2 BC + (\varphi_3 + \varphi_4 \Omega_4) EBIT/A + \varphi_4 [\Omega_0 + \Omega_1 AC + \Omega_2 BC] + \varphi_5 SIZE + \varphi_6 TAX + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) [\Phi_0 + \Phi_1 AC + \Phi_2 Depr/A + \Phi_3 EBIT/A + \Phi_4 SIZE + \Phi_5 RISK + \Phi_6 TGA + \Phi_7 LEV + \Phi_8 M/B + \varepsilon_3] + \varphi_8 RISK + \varphi_9 CVA + (\varepsilon_2 + \varphi_4 \varepsilon_1)$$

Dengan mengelompokkan variabel LEV pada sisi sebelah kiri persamaan, diperoleh *reduced form* persamaan leverage seperti berikut:

$$[1 - (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_7] LEV = \varphi_0 + \varphi_1 AC + \varphi_2 BC + \{(\varphi_3 + \varphi_4 \Omega_4 + \Phi_3 (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7))\} EBIT/A + \varphi_4 [\Omega_0 + \Omega_1 AC + \Omega_2 BC] + \varphi_5 SIZE + \varphi_6 TAX + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) [\Phi_0 + \Phi_1 AC + \Phi_2 Depr/A + \Phi_4 SIZE + \Phi_5 RISK + \Phi_6 TGA] + \varphi_8 RISK + \varphi_9 CVA + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) M/B + [(\varepsilon_2 + \varphi_4 \varepsilon_1 + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \varepsilon_3)]$$

atau diuraikan dalam bentuk persamaan berikut:

$$[1 - (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_7] LEV = [(\varphi_0 + \varphi_4 \Omega_0 + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_0)] + (\varphi_1 + \varphi_4 \Omega_1) AC + (\varphi_2 + \varphi_4 \Omega_2) BC + \{(\varphi_3 + \varphi_4 \Omega_4 + \Phi_3 (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7))\} EBIT/A + \{\varphi_5 + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_4\} SIZE + \{\varphi_6 + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_2\} TAX + \{(\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_5 + \varphi_8\} RISK + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \Phi_6 TGA + \varphi_9 CVA + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) M/B + [(\varepsilon_2 + \varphi_4 \varepsilon_1 + (\varphi_4 \Omega_3 + \varphi_7) \varepsilon_3)]$$

dengan demikian *reduced form* persamaan leverage disederhanakan menjadi:

$$\begin{aligned}
LEV = & [\varphi_0 + \varphi_4\Omega_0 + (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_0] / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\} + \\
& [(\varphi_1 + \varphi_4\Omega_1) / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](AC) + \\
& [(\varphi_2 + \varphi_4\Omega_2) / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](BC) + \\
& [\{(\varphi_3 + \varphi_4\Omega_4 + \Phi_3(\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)) / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}\}](EBIT/A) + \\
& [\{\varphi_5 + (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_4\} / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](SIZE) + \\
& [\{\varphi_6 + (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_2\} / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](TAX) + \\
& [\{(\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_5 + \varphi_8\} / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](RISK) + \\
& [\{(\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_6\} / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](TGA) + \\
& [\varphi_9 / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](CVA) + [(\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7) / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}](M/B) + \\
& [(\varepsilon_2 + \varphi_4\varepsilon_1 + (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\varepsilon_3) / \{1 - (\varphi_4\Omega_3 + \varphi_7)\Phi_7\}]
\end{aligned}$$

atau dalam bentuk persamaan *reduced form* persamaan leverage berikut:

$$\begin{aligned}
LEV = & \theta_1 + \theta_2 (AC) + \theta_3 (BC) + \theta_4 (EBIT/A) + \theta_5 (SIZE) + \theta_6 (TAX) + \\
& \theta_7 (RISK) + \theta_8 (TGA) + \theta_9 (CVA) + \theta_{10} (M/B) + \xi_2
\end{aligned}$$

Dengan cara yang sama untuk mendapatkan *reduced form* persamaan dividen, dilakukan dengan mensubstitusikan persamaan (13) dan *reduced form* persamaan leverage ke dalam persamaan (11), diperoleh *reduced form* seperti berikut:

$$\begin{aligned}
DIV = & \psi_1 + \psi_2 (AC) + \psi_3 (BC) + \psi_4 (EBIT/A) + \psi_5 (SIZE) + \psi_6 (TAX) + \\
& \psi_7 (RISK) + \psi_8 (TGA) + \psi_9 (CVA) + \psi_{10} (M/B) + \xi_1
\end{aligned}$$

Cara yang sama dilakukan untuk mendapatkan *reduced form* persamaan investasi, dengan mensubstitusikan *reduced form* persamaan leverage ke dalam persamaan (13), diperoleh *reduced form* persamaan investasi sebagai:

$$\begin{aligned}
INV = & \varphi_1 + \varphi_2 (AC) + \varphi_3 (BC) + \varphi_4 (EBIT/A) + \varphi_5 (SIZE) + \varphi_6 (TAX) + \\
& \varphi_7 (RISK) + \varphi_8 (TGA) + \varphi_9 (CVA) + \varphi_{10} (M/B) + \xi_3
\end{aligned}$$

2 UJI SIMULTANITAS SPESIFIKASI HAUSMAN

Ghozali (2006), menjelaskan masalah simultanitas timbul karena beberapa variabel endogen *regressor* berkorelasi dengan *error terms* atau *stochastic disturbance terms*. Jika suatu persamaan struktural tidak ada hubungan simultanitas, maka teknik OLS akan menghasilkan penduga parameter yang efisien dan konsisten. Namun, jika ada hubungan simultan antar persamaan, maka teknik OLS menjadi penduga parameter yang tidak konsisten. Agar memberikan hasil estimasi yang konsisten dan efisien pada permasalahan simultanitas, maka diperlukan teknik *two stage least square* (2SLS) dan variabel instrumen. Oleh karena itu perlu dilakukan pengujian apakah variabel endogen *regressor* berkorelasi dengan *error term* (simultanitas).

Hausman mengajukan suatu uji yang disebut *Hausman's specification error test*, dengan prosedur uji sebagai berikut (Pindyck & Rubinfeld, 1998):

1. Regresikan masing-masing variabel endogen pada semua variabel eksogen model struktural dalam bentuk persamaan *reduced form* dengan teknik OLS, diperoleh nilai prediksi variabel endogen dan prediksi ξ_j (*predicted error*).
2. Regresikan persamaan struktural dengan menggantikan variabel endogen *regressor* dengan nilai prediksi variabel endogen dan *predicted error* ξ_j yang diperoleh dari langkah (1), kemudian lakukan uji t untuk koefisien *predicted error* ξ_j , dengan hipotesis $H_0: \delta - \Xi = 0$ (tidak ada hubungan simultan) lawan $H_a: \delta - \Xi \neq 0$ (ada hubungan simultan).

Berikut ini langkah-langkah uji spesifikasi Hausman untuk menguji hubungan simultan antara *leverage* dengan investasi, seperti pada persamaan (12) dan (13); dengan meregresikan *reduced form* persamaan *leverage*:

$$LEV = \theta_1 + \theta_2(AC) + \theta_3(BC) + \theta_4(EBIT/A) + \theta_5(SIZE) + \theta_6(TAX) + \theta_7(RISK) + \theta_8(TGA) + \theta_9(CVA) + \theta_{10}(M/B), \text{ diperoleh } LEV = PredLEV + \xi_2.$$

Kemudian meregresikan persamaan investasi (13) pada variabel bebas AC, TAX, EBIT/A, SIZE, RISK, TGA, LEV dan M/B. Namun variabel LEV diganti dengan $LEV = PredLEV + \xi_2$, seperti terlihat pada persamaan di bawah ini:

$$INV = \Phi_0 + \Phi_1(AC) + \Phi_2(TAX) + \Phi_3(EBIT/A) + \Phi_4(SIZE) + \Phi_5(RISK) + \Phi_6(TGA) + \Phi_7(PredLEV + \xi_2) + \Phi_8(M/B) + \varepsilon_3$$

atau dapat dicatat sebagai persamaan

$$INV = \Phi_0 + \Phi_1(AC) + \Phi_2(TAX) + \Phi_3(EBIT/A) + \Phi_4(SIZE) + \Phi_5(RISK) + \Phi_6(TGA) + \Phi_7(PredLEV) + (\delta - \Phi_7)(Pred \xi_2) + \Phi_8(M/B) + \varepsilon_3$$

Bila pengujian koefisien $(\delta - \Phi_7) \neq 0$ signifikan pada taraf nyata α , maka ada hubungan simultan antara investasi dan *leverage*.

3 TEKNIK COCHRANE ORCUTT

Dengan asumsi bahwa terdapat bentuk *autoregressive* dalam *error terms* pada suatu model regresi yaitu: $\xi_t = \rho \xi_{t-1} + \epsilon_t$ dimana $-1 < \rho < 1$ maka *error terms* pada suatu model regresi misalnya persamaan *leverage*:

$$LEV = \varphi_0' + \varphi_1'(AC) + \varphi_2'(BC) + \varphi_3'(EBIT/A) + \varphi_4'(PredDIV) + \varphi_5'(SIZE) + \varphi_6'(TAX) + \varphi_7'(PredINV) + \varphi_8'(RISK) + \varphi_9'(CVA) + \xi_t$$

dapat dinyatakan dalam bentuk fungsi berikut: $\xi_t = \hat{\rho} \xi_{t-1} + \epsilon_t$ dimana $\hat{\rho}$ sebagai penduga bagi ρ ditaksir berdasarkan formula berikut ini:

$$\hat{\rho} = \frac{\sum \xi_t \xi_{t-1}}{\sum (\xi_{t-1})^2}$$

Nilai taksiran \hat{r} ini belumlah merupakan penaksir terbaik, oleh karena itu proses penaksiran dilanjutkan terus hingga diperoleh gugusan \hat{r} yang mengandung nilai hampir sama diantara satu sama lain, yang bermakna bahwa \hat{r}^* konvergen pada nilai ρ .

Setelah ρ yang paling baik diperoleh, maka perhitungan regresi dilakukan setelah mentransformasi model regresi awal berdasarkan nilai ρ terbaik, seperti bentuk berikut:

$$\begin{aligned} (\text{LEV}_t - \hat{r}^* \text{LEV}_{t-1}) = & \varphi_0'(1 - \hat{r}^*) + \varphi_1'(\text{AC}_t - \hat{r}^* \text{AC}_{t-1}) + \varphi_2'(\text{BC}_t - \hat{r}^* \text{BC}_{t-1}) + \\ & \varphi_3'[(\text{EBIT}/\text{A})_t - \hat{r}^*(\text{EBIT}/\text{A})_{t-1}] + \varphi_4'(\text{PredDIV}_t - \hat{r}^* \text{PredDIV}_{t-1}) + \\ & \varphi_5'(\text{SIZE}_t - \hat{r}^* \text{SIZE}_{t-1}) + \varphi_6'[(\text{TAX})_t - \hat{r}^*(\text{TAX})_{t-1}] + \varphi_7'(\text{PredINV}_t - \hat{r}^* \text{PredINV}_{t-1}) + \\ & \varphi_8'(\text{RISK}_t - \hat{r}^* \text{RISK}_{t-1}) + \varphi_9'(\text{CVA}_t - \hat{r}^* \text{CVA}_{t-1}) \end{aligned}$$

Teknik Cochrane-Orcutt ini juga dipakai untuk mentransformasi model regresi persamaan simultan dengan *autocorrelation* sehingga diperoleh model regresi penduga yang memiliki varians minimum dengan koefisien berubah (*Varying Regression Coefficient Model*).

4 FUNGSI PELUANG BINOMIAL

Apabila X_1, X_2, \dots, X_n masing-masing merupakan variabel random yang bebas stokastik terhadap sesamanya serta berdistribusi secara Bernoulli $p(x) = 1 - q$ untuk $x = 0$, dan $p(x) = q$ untuk $x = 1$, maka $X = X_1 + X_2 + \dots + X_n$ merupakan variabel random yang berdistribusi menurut kaidah peluang binomial dengan ruang sampel distribusi binomial $D = \{0, 1, 2, \dots, n\}$. Timbulnya suatu nilai $\{X=x\}$ disebabkan oleh timbulnya nilai $\{X_k=1\}$ sebanyak x kali untuk berbagai nilai k , serta $(n-x)$ kali timbulnya nilai $\{X_k=0\}$, dan karena ke- n buah variabel random ini bebas stokastik terhadap sesamanya, maka timbulnya suatu kombinasi nilai-nilai variabel random X_1, X_2, \dots, X_n tertentu yang

menyebabkan jumlahnya sama dengan x , memiliki peluang sebesar $q^x(1-q)^{n-x}$, maka peluang timbulnya kejadian $\{X=x\}$ adalah

$$P\{X = x\} = [n! / x! (n-x)!] q^x (1-q)^{n-x} \mid (x) ; x \in D$$

Bila pada fungsi peluang binomial dengan $q = 1/2$, maka

$$P\{X=x\} = [n!/x!(n-x)!(1/2)^x(1/2)^{n-x}] \text{ atau}$$

$P\{X= x\} = [n! / x! (n-x)!] / \sum [n! / x!(n-x)!] \mid (x); x \in D$ dengan nilai rata-rata $\mu = 1/2 n$ dan $\sigma^2 = 1/4 n$.

Untuk $n \rightarrow \infty$, variabel random X pada fungsi peluang binomial akan menghampiri menurut kaidah distribusi normal $N(\mu, \sigma^2)$ dengan fungsi kepekatan normal

$$f(x) = 1/(\sqrt{2\pi})\sigma e^{-1/2(x-\mu)^2/\sigma^2} \mid (x) ; (-\infty, \infty)$$

bila $\mu = 0$, $\sigma = 1$ dan $Z = (x - \mu)/\sigma$, maka fungsi kepekatan normal bakunya menjadi:

$$f(Z) = 1/(\sqrt{2\pi}) e^{-1/2 Z^2} \mid (Z) ; (-\infty, \infty).$$

Dengan demikian untuk sampel berukuran besar ($n > 30$), maka pengujian binomial menghampiri pengujian distribusi Normal-Z, dengan statistik uji:

$$Z_{hit} = (X - \mu) / \sigma_x \sim Z_\alpha$$

Kriteria keputusan: Bila $Z_{hit} > Z_\alpha$ atau $P\text{-value} < \alpha$ maka tolak H_0 ,

Bila $Z_{hit} \leq Z_\alpha$ atau $P\text{-value} \geq \alpha$ maka terima H_0 .

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A and G. Madelker (1987), "Managerial Incentive and Corporate Investment and Financing Decision". *Journal of Finance* 42, pp.823-837.
- Agrawal, A and N.J. Nagarajan (1990), "Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All-Equity Firms". *The Journal of Finance*, Vol XLV, No.4, pp.1325-1331.
- Agrawal, A and C.R. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders". *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 3, pp.377-397.
- Akhtar, Shumi. (2002), "Australian Multinational and Domestic Corporation Capital Structure Determinants", *Journal of International Business Studies*.
- Akhtar, Shumi. (2005), "The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporation", *Australian Journal of Management*. Vol. 30 No.2, pp.321- 341.
- Amihud, Y. and B. Lev (1981), "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers". *Bell Journal of Economics*. Vol.32, pp.1049-1056.
- Aveni, D. Richard. (1994), *Hypercompetition Managing, The Dynamics of Strategics Manufacturing*. Toronto: Maxwell Macmillan.
- Bakan, Joel (2007), *The Corporation, Pengejaran Patologi terhadap Harta dan Tahta* (dialihbahasa oleh Sri Isnani Husnayani), Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler (2002), "Market Timing and Capital Structure". *The Journal of Finance*, Vol LVII, pp.1-32.
- Baker, Malcolm, R.S. Ruback, and Jeffrey Wurgler (2006), "Behavioral Corporate Finance: A Survey". *Working Paper. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, chapter 4, pp.1-62.
- Barclay, Michael J., Clifford W Smith Jr., and Ross L. Watts (1998). "The Determinations of Corporate Leverage and Dividend Policies" dalam Donald H. Chew, Jr. (1999), *The New Corporate Finance*, 2nd edition, Malaysia: Irwin McGraw-Hill.
- Barclay, Michael J., Clifford W Smith Jr., and Erwan Morellec (2006), "On the Debt Capacity of Growth Options". *Journal of Business*, Vol.79, No.1, pp. 37-59.
- Barney, Jay (2002), *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*. Second Edition. Prentice-Hall.

- Baskin, J. (1989), "An Empirical Investigation of The Pecking Order Hypothesis", *Journal of Finance*, Spring edition.
- Baye, Michael R (2006), *Managerial Economics & Business Strategy*, 5th edition, USA: McGraw-Hill International.
- Benston, George J. and Jocelyn D. Evans (2006), "Performance Compensation Contracts and CEO's Incentive to Shift Risk to Debtholders: An Empirical Analysis". *Journal of Economics and Finance*, Vol.30, No.1, pp.70-92.
- Berger, Allen N and Emilia B di Patti (2003), "Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry". *Working Paper*. USA: Wharton Financial Institutions Center, pp.1-38.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2002), "Capital structure and its determinants in the UK – a decompositional analysis". *Applied Financial Economics*, Vol 12, pp.159-170.
- Bevan, A.A., J. Danbolt (2004), "Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants". *Applied Financial Economics*, Vol 14, pp.55-66.
- Bhaduri, Saumitra N. (2002), "Determinants of capital structure choice: a study of the Indian corporate sector". *Applied Financial Economics*, Vol.12, pp.655-665.
- Bhattacharya, Mita (2002), "Industrial Concentration and Competition in Malaysian Manufacturing". *Applied Economics*, Vol 34, pp.2127-2134.
- Bodie, Zvi., Alex Kane, and Alan J. Marcus. (2002), *Investments*, 5th edition, USA: McGraw-Hill.
- Booth, Laurence., V. Aivazian, A. D. Kunt, and V.Maksimovic (2001), "Capital Structures in Developing Countries". *The Journal of Finance*, Vol.LVI, No.1, 87-130.
- Bradley, Michael., G. A. Jarrell, and E. Han Kim (1984), "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *The Journal of Finance*, Vol. XXXIX, No.3, pp.857- 880.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers (2000), *Principles of Corporate Finance*, 6th edition, International Edition, New York: McGraw-Hill, Inc.
- Bris, Arturo and Ivo Welch (2005), "The Optimal Concentration of Creditors". *The Journal of Finance*, Vol.LX, No.5, pp.2193-2212.
- Burgman, Todd A. (1996), "An Empirical Examination of Multinational Corporate Capital Structure". *Journal of International Business Studies*, vol.27 (3), pp553-570.

- Bursa Efek Jakarta. (2000-2007), "Indonesian Capital Market Directory", *Institute For Economic and Financial Research*.
- Cai, Francis and Arvin Ghosh (2003). "Test of Capital Structure Theory: A Binomial Approach". *Journal of Business and Economics Studies*, Vol 9 No.2, pp.20-32.
- Cassar, Gavin., Scott Holmes (2003). "Capital Structure and Financing of SMEs: Australian Evidence". *Accounting and Finance*. Vol. 43. pp. 123-147.
- Caves, R.E. (1986), *Multinational Enterprise and Economics Analysis*. London Cambridge University Press.
- Chaplinsky, Susan (1984). "The Economic Determinants of Leverage: Theory & Evidence". Unpublished *Ph.D dissertation*, University of Chicago.
- Chen, Jian., Roger Strange (2005). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies". *Economic Change and Restructing*, Vol 38, 11-35.
- Chen, Linda H. and X. Zhao (2005), "On The Relation Between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio". *Department of Finance*. Michigan State University.
- Chen, Linda H. and George J. Jiang (2001), "The Determinants of Dutch Capital Structure Choice". *SOM-theme E*. www.ub.rug.nl/eldoc/som/e/01E55/01e55.pdf
- Chen, Linda H., Robert Lansink, and Elmer Sterken (1998), "The Determinants of Capital Structure: Evidence From Dutch Panel Data". Presented of The European Economic Association Annual Congress, Berlin, September 2-5/1998.
- Chen, C.R. and T.L. Steiner. (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equations Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, Dividend Policy". *Financial Review*. Vol. 91. pp.1277-1368.
- Chen, C.R., Weiyu Guo and Vivek Mande (2006), "Corporate Value, Managerial Stockholdings and Investment of Japanese Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*. Vol.17:1, pp. 29-51.
- Chevalier, Alain., A. Prasetyantoko, and Rofikoh Rokhim (2006), "Foreign Ownership and Corporate Governance Practices in Indonesia". Paper Conference. Universite Paris-Dauphine, 21-22 September 2006, pp. 1-33.
- Czinkota, M.R., I.A.Ronkainen, and M.H. Moffett (1994), *International Business*. International Edition. Orlando: Harcourt Brace & Company.
- Chung, R. Firth, M. and J.B. Kim (2005), "FCF Agency Costs, Earnings Management, and Investor Monitoring". *Corporate Ownership & Control*. Vol.2. Issue 4, pp.51-61.

- Chung, Kee H. and Charlie Charoenwong (1991), "Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stocks". *Financial Management*, Autumn Edition, pp. 21-33.
- Cohen, J. (1971), *Statistical Power Analysis for Behavioral Sciences*. New York: Academic Press.
- Colombo, Emilio. (2001), "Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Hungarian Firms". *Applied Economics*. Vol.33, pp.1689-1701.
- Copeland, T.E., and J.F. Weston (1997), *Financial Theory and Corporate Policy*, 5th edition, New York: Addison-Wesley.
- Crutchley, Claire. E. and Robert. S. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*. Vol.18, pp.36-46.
- Darrough, Masako N., Neal M Stoughton (1986), "Moral Hazard and Adverse Selection: The Question of Financial Structure". *The Journal of Finance*, Vol XLI, No. 2, pp. 501-513.
- Dhanani, Alpa (2005), "Corporate Dividend Policy: The Views of British Financial Managers". *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7) & (8), pp.1625-1672.
- DeAngelo, H., and L. DeAngelo (1990), "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE firms". *The Journal of Finance*, Vol XLV pp. 1315-1331.
- DeAngelo, H., and R.W. Masulis (1980), "Leverage and Dividend Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation". *The Journal of Finance*, Vol XXXV, pp. 453-464.
- Desai, Mihir A., F. Foley, and J.R. Hines Jr (2004), "A Multinational Perspective on Capital Structure Choice and Internal Capital Markets". *The Journal of Finance*. Vol.LIX, No.6, pp.2451-2487.
- Deshmukh, Sanjay (2005), "The effect of Asymmetric Information and Dividend Policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol 44, No 1 & 2, pp.107-127.
- Dessi, Roberta and Donald Robertson (2003), "Debt, Incentives and Performance: Evidence From UK Panel Data". *The Economic Journal*, 113, pp.903-919.
- Diamond, W.J. (1981), *Practical Experiment Design*. Belmont, CA: Lifetime Learning Publications.
- Dones, John., and Jordan E Goodman (1991). *Dictionary Of Finance and Investment Terms*, 3rd edition, New York: Barron's Educational Series, Inc.

- Douglas, Thomas J., Joel A. Ryman. (2003). "Understanding Competitive Advantage in The Hospital Industry: Evaluating Strategic Competencies". *Strategic Management Journal*. Vol. 24, pp 333-347.
- Draper, N.R.. dan H. Smith (1981). *Applied Regression Analysis*, 2nd edition, New York: John Wiley.
- Easterbrook, F.H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends". *American Economic Review*. Vol. 74, No.4, pp.650-659.
- Echols, John M and Hassan Shadily (1975), *An English-Indonesian Dictionary*, first edition, USA: Cornell University Press.
- Eisenhardt, K.M. (1989), "Agency Theory: An Assesment and Review". *Academy of Management Review* Vol 14, No 1, pp.57-74.
- Eiteman, David K., Arthur I Stonehill, and Michael H. Moffett (1995), *Multinational Business Finance*, seventh edition, USA: Addison-Wesley Publishing Company, Inc.
- Eldomiaty, Tarek Ibrahim., Chong Ju Choi, Philip Cheng (2005), "Testing Debt Signaling Hypothesis for Making Investment Decisions in Transitional Market: Evidence from Egypt". *Investment Management and Financial Innovations*. Vol. 4, pp. 174-191.
- Emmery, D.R. and J.D. Finnerty (2001), *Corporate Financial Management*. Prentice-Hall: Upper Saddle River NJ.
- Errunza, V.R. and L.W. Senbet (1981), "International Corporate Diversification, Market Valuation, and Size-Adjusted Evidence". *Journal of Finance*, 39 (July), pp.727-744.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt". *Review of Financial Studies*. Vol. 5, pp.1-33.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (2000), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividend and Debt". *Working Paper*, University of Chicago.
- Fama, Eugene F and Kenneth R. French (1989), "Business Conditions and Expected Return on Stock and Bonds". *Journal of Financial Economics*, pp. 23-49.
- Fama, Eugene F., and M.C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economic*. Vol.26, pp.301-325.
- Fatemi, Ali M (1984), "Shareholder Benefits From Corporate International Diversification". *Journal of Finance*. Vol.39 (December), pp.1325-1344.

- Fatemi, Ali M (1988), "The Effect of International Diversification on Corporate Financing Policy". *Journal of Business Research*. Vol 16, pp. 17-30.
- Ferdinand, Augusty (2002), *Structural Equation Modelling dalam Penelitian Manajemen. Aplikasi Model-Model Rumit dalam Penelitian untuk Tesis S2 dan Disertasi S3*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ferdinand, Augusty (2006), *Metode Penelitian Manajemen: Pedoman Penelitian untuk Penulisan Skripsi, Tesis dan Disertasi Ilmu Manajemen*. Edisi Kedua, Vol 08, Seri Pustaka Kunci. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Fischer, F (1987), "On the Misuse of the Profit-Sales-Ratio to Infer Monopoly Power." *The Rand Journal of Economics*, Autumn 18: 384-396.
- Fitri, Santi. (2003), "Determinants of Indonesian Firm's Capital Structure : Panel Data Analysis". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No. 3.
- Fogler, H. Russel., Sundaram Ganapathy (1982), *Financial Econometrics For Researchers In Finance and Accounting*, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Frielinghaus, A., B. Mostert, and C. Firer (2005), "Capital Structure and the Firm's Life Stage". *South African Journal of Business Management*. Vol.36, No.4. pp. 9-18.
- Frank, Murray Z and Vidhan K Goyal (2003). "Capital Structure Decisions". *Journal of Financial Economics*. Vol.67, pp.217-248.
- Friend, I and L.H.P. Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure". *The Journal of Finance* Vol 43, pp.271-282.
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Accounting and Economics* 16, pp. 125-160.
- Gaud, Philippe., Elion Jani, Martin Hoesli and Andre Bender (2005), "The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data". *European Financial Management*, Vol.11, No.1, pp.51-69.
- Ghosh, Arvin, Francis Cai and Wenhui Li (2000). "The Determinants of Capital Structure". *American Business Review*, June 2000, pp.129 -134.
- Gitman, Lawrence J (2006), *Principle of Managerial Finance*. Eleventh edition Pearson. USA: The Addison Wesley.
- Gordon, M.J (1989), "Corporate Finance Under the MM Theorems". *Financial Management*, Summer Edition, pp.19-28.

- Gordon, M.J (1959), "Dividends, Earnings, and Financing Policy", *Review of Economics and Statistics*, Vol.41, pp.99-105.
- Granger, C.W.J (1969), "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods". *Econometrica*, 37, pp. 424-438.
- Granger, C.W.J (1986), "Developments in the Study of Cointegrated Economic Variables". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, pp. 213-228.
- Greene, W.H. (2000), *Econometric Analysis*, 4th edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Grossman, Sanford J., and Oliver Hart (1982), "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives: in J. McCall, ed" *The economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, USA.
- Gujarati, Damodar N. (2003), *Basic Econometrics*. Fourth Edition, International Edition. NewYork: Mc-Graw Hill/Irwin.
- Gul, F.A. (1999), "Capital Structure and Dividend Policies in Japan". *Journal of Corporate Finance*. Vol. 5 (Spring), pp. 141-168.
- Hair, Joseph F., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black (1998), *Multivariate Data Analysis*, 5th edition, New Jersey: Prentice-Hall International, Inc.
- Halim, Julia., Carmel Meiden, Rudolf L Tobing (2005), "Pengaruh Manajemen Laba Pada Tingkat Pengungkapan Laporan Keuangan Pada Perusahaan Manufaktur yang termasuk dalam Indeks LQ-45". *Working Paper*. Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo, 15-16 September 2005.
- Hamel, Gary (1991), "Competition for Competence and Inter-Partner Learning Within International Strategic Alliances", *Strategic Management Journal*. Vol.12, pp83-103.
- Hamel, Gary and C.K. Prahalad (1995), "Thinking Differently Companies That Take a Leadership Position, in Their Industries Break Out of Boundaries of Existing Competition and Amaze Their Customer with Innovation". *Business Quarterly*.
- Han, K.C., S.H. Lee, and D.Y. Suk (1999), "Institutional Shareholders and Dividends". *Financial and Strategic Decisions*. Vol.12, No.1.
- Harris, Milton and Arthur Raviv (1991), "The Theory of Capital Structure: Model Based on Agency Costs" *The Journal of Finance*. Vol XLV!, No.1, pp. 297-353.
- Helpman, E. (1984), "A Simple Theory of International Trade with Multinational Corporations". *Journal of Political Economy*. Vol 92 (June), pp.451-471.

- Hendrawan Supratikno (1998). "Competitive Strategy, Production Organization and Inter-Firm Collaboration: A Case Study of Subcontracting Arrangements in Three Manufacturing Firms in Indonesia". Unpublished *Ph.D Dissertation*, Vrije Universiteit, Amsterdam. Tinbergen Institute Research Series No.186.
- Hendrawan Supratikno *et al* (2003). *Advanced Strategic Management*. PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Hennessy, Christopher A., and Toni M. Whited. (2005), "Debt Dynamics". *The Journal of Finance*. Vol. LX, No.3, pp.1129-1165.
- Hennessy, Christopher A (2004), "Tobin's Q, Debt Overhang, and Investment". *The Journal of Finance*. Vol. LIX, No.4, pp.1717-1742.
- Sulistianingsih, Henny (2001), "Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Pemilihan Sumber Pendanaan". *Jurnal Riset Ekonomi dan Manajemen*, Vol 1, 28 -39.
- Hodgetts, Richard M and Fred Luthans (1994), *International Management*. The 2nd International edition. Singapore: McGraw-Hill Book Co.
- Homaifar, Ghassem, et al (1994), "An Empirical Model Of Capital Structure Some of Evidence", *Journal of Business Finance and Accounting* 21, pp.1-14.
- Hoshi, Takeo., Anil Kashyap and David Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, February 1991, pp.33-60.
- Huang, S.G.H. and F.M. Song (2002), "The Determinant of Capital Structure: Evidence from China". *Working Paper*. The University of Hongkong.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2001), "Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham.", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 4, No 1, hal 44-63.
- Imam Ghozali (2006), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 4. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Imam Ghozali (2006), *Analisis Multivariate Lanjutan dengan Program SPSS*. Edisi 1. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Imam Ghozali (2006), *Structural Equation Modeling Metode Alternatif Dengan Partial Least Square (PLS)*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Israel, Ronen (1992), "Capital and Ownership Structures, and The Market for Corporate Control" *The Review of Financial Studies*. Vol 5, No 2, pp. 181-198.

- Jensen, Michael C. and W.H. Meckling. (1976), "Theory of Firm: Theory of Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, No.4, pp.305–360.
- Jensen, Michael C. (1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Overs", *American Economics Review* Vol. 76, No 2, pp.323-329.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, and T.S. Zorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.21, pp.131-144.
- Jones, Gareth R. (2001), *Organizational Theory Text and Cases*. Third Edition, New York: Prentice Hall International, Inc.
- Jones, S., and R. Sharma. (2001). "The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing and Dividend Decision: Some Australian Evidence". *Managerial Finance*. Vol. 27, No.3; ABI/INFORM Global.
- Ju, Nengjiu, Robert Parrino, Allen M. Poteshman, and Michael S. Weisbach. (2005). "Horses and Rabbits? Trade-off Theory and Optimal Capital Structure". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, No.2, pp. 259-280.
- Kallapur, Sanjay., and Mark A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business & Accounting* 26, April/May, pp.505-519.
- Keat, Paul G. and Philip K.Y. Young (2003), *Managerial Economics: Economic Tools for Today's Decision Makers*. Fourth edition, New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Keown, Arthur J, David F. Scott, Martin, J. William Petty, YR, John D (2005), *Financial Management*, 10th edition, New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Kieso, Donald E. and Jerry J. Weygant (1992). *Intermediate Accounting*. 7th Edition, New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Kim, E. Han (1982), "Miller's Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles, and Optimal Capital Structure". *The Journal of Finance*. Vol.XXXVII. No.2, pp.301-319.
- Kim, W., E. Lyn, T.J. Park and E. Zychowicz (2005), "The Wealth Effects of Capital Investment Decisions: An Empirical Comparison of Korean Chaebol and Non-Chaebol Firms". *Journal of Business & Accounting*, 32(5) & (6), pp.945-971.
- Kim, W. and E. Sorenson (1986), "Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy", *Journal of Finance and Quantitative Analysis* Vol 21, pp.131-144.

- Kim, W and Esmeralda Lyn (1986), "Excess Market Value, The Multinational Corporation, and Tobin's q-Ratio". *Journal of International Business Studies*. Vol.17, issue 1, pp.119-125.
- Klein, L.S., Thomas J.O.B., Stephen R. Peters (2002), "Debt vs Equity and Asymmetric Information: A Review". *The Financial Review*. Vol.37, pp.317-350.
- Koch, P.D. and C. Shenoy (1999), "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies". *Financial Management* 28, pp.16-35.
- Kovenock, Dan, and Gordon M Phillips (1997), "Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions", *The Review of Financial Studies*. Vol.10, No. 3, pp.767-803.
- Kuo, Hsien-Chang, and Lie-Huey Wang (2005), "The Effect of the Degree of Internationalization on Capital Structure for Listed Multinational Corporations in Taiwan during the Asian Financial Crisis". *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No.3, pp.447-466.
- Kwok, Chuck C.Y., and David M. Reeb (2000), "Internationalization and Firm Risk: An Upstream-Downstream Hypothesis". *Journal of International Business Studies*, Vol.31, No.4, pp.611-629.
- La Porta, R., F. L De-Silanes, A. Shleifer, and R.W. Vishny (2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *The Journal of Finance*. Vol.LV, No.1, pp.1-33.
- Leary, Mark T and Michael R Roberts (2005), "Do Firms Rebalance Their Capital Structure?". *The Journal of Finance*, Vol.LX, No.6, pp.2575-2619.
- Lee, Kwang Chul and Chuck C. Y. Kwok (1988) "Multinational Corporation vs. Domestic Corporations : International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure", *Journal of International Business*, Vol 14, pp.265-291.
- Lehn, Kenneth and Annette Poulsen (1990), "The Economics of Event Risk: The Case of Bondholders in Leveraged Buyouts". *Journal of Corporation Law*, Vol.15, issue 2.
- Leland, Hayne E and David Pyle (1977) "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation". *The Journal of Finance*, Vol XXXII, pp.371-388.
- Leland, Hayne E and Klaus Bjerre Toft (1996) "Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads". *The Journal of Finance*, Vol LI, No. 3, pp.987-1019.
- Linderberg, E and Stephen A. Ross (1981), "Tobin's q-Ratio and Industrial Organization". *Journal of Business*, 54:1-32.

- Litzenberger, R.H., and K.Ramaswamy (1979), "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence". *Journal of Financial Economics*. Vol VII, pp.163-195.
- Lobo, Gerald J and Jian Zhou (2001), "Disclosure Quality and Earning Management" *Social Sciences Research*, Network Electronic Paper Collection.
- Lord, Richard A., and W.Ken Farr (2003), "Collusion and Financial Leverage: An Analysis of the Integrated Mill Steel Industry". *Financial Management*. Spring 2003, pp.127-148.
- Low, Pek Yee and Kung H. Chen (2004), "Diversification and Capital Structure: Some International Evidence". *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol.23, pp.55-71.
- Lyn, Esmeralda and G. Papaioannou (1985), "The Empirical Relationship Between Capital Structure and Market Power". A paper presented at financial management association meeting.
- Masulis, Ronald W. (1983), "The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates", *The Journal of Finance*, Vol XXXVIII, No. 1, pp.107-126.
- Madura, Jeff. (1997), *Manajemen Keuangan Internasional* (terjemahan) edisi 4, Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Maxwell, W and C. Stephens (2001), "The Wealth Effects of Repurchases on Bondholders", *Working Paper*. University of Missouri at Columbia.
- Mao, Connie X. (2003), "Interaction of Debt Agency Problems and Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38, No.2, pp.399-423.
- Meggison, William L. (1997), *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley, Inc.
- Mehar, Ayub (2005), "Is Debt a Substitute of Equity? Relevancy of Financial Policy in Current Economic Scenarios". *Applied Financial Economics*, Vol.15, pp.337-366.
- Mello, Antonio S and John E Parsons (1992), "Measuring the Agency Cost of Debt". *The Journal of Finance*, Vol.XLVII, No.5, pp.1887-1904.
- Miao, Jianjun (2005), "Optimal Capital Structure and Industry Dinamics", *The Journal of Finance*. Vol.LX, No.6, pp.2621-2659.
- Michel, Allen & Israel Shaked (1986), "Multinational Corporations vs Domestic Corporations: Financial Performance & Characteristics". *Journal of International Business Studies*, Vol 17, pp.89-100.

- Miller, M.H (1988), "The Modigliani-Miller Proposition After Thirty Years". *Journal of Economic Perspectives*, Vol.2, pp.99-120.
- Modeiros, Otavio R. De and Cecilio E. Daher (2004), "Testing Static Trade-Off Against Pecking Models of Capital Structure in Brazilian Firms". Presented at The 4th USP Congress of Management Control and Accounting, Sao Paulo, Brazil, October 7-8.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol.48, No.13, pp.261-297.
- Modigliani, F. and M.H. Miller (1963), "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: a Correction". *American Economic Review*.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey (1998), "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time-Series Cross-Sectional Analysis". *The Financial Review*. Vol.33, pp.85-99.
- Molina, Carlos A (2005), "Are Firms Underleveraged? An Examination of the Effect of Leverage on Default Probabilities". *The Journal of Finance*, Vol.LX, No.3, pp.1427-1459.
- Mollah, A. Sabur., Kevin Keasey, Helen Short (2000), "The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange". *The Sixth ENBS Workshop* at the University of Oslo, Norway, May 14-16, 2000.
- Morck, Randall and Bernard Yeung (1991), "Why Investors Value Multinationality". *Journal of Business*. Vol. 64, No.2, pp.165-187.
- Montfort, Kees van., Johan Oud, dan Albert Satorra (2004), *Recent Developments on Structural Equation Models*. Netherlands: Kluwer Academic Publishers.
- Mueller, Willard E and Richard Rogers (1980), "The Role of Advertising in Changing Concentration of Manufacturing Industries". *The Review of Economics and Statistics*, February: 7-13.
- Mukhlisin (2007), "Determinan Ekonomi Pemilihan Kebijakan Akuntansi: Analisis *Single Motive* dan *Multiple Motive* (Studi Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta)". *Disertasi*. Program Doktor (S3) Ilmu Ekonomi Fakultas Pascasarjana, Universitas Diponegoro, Semarang (Tidak Dipublikasi).
- Myers, Stewart C. (2001), "Capital Structure". *Journal of Economic Perspectives*, Vol.15, No.2, pp.81-102.
- Myers, Stewart C. (1984), "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance*, Vol 39, No.3, pp.575-592.

- Myers, Stewart C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol 5, pp.147-175.
- Myers, Stewart C., and Nicholas S Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol 13, pp.187-221.
- Naceur, S Ben and Mohamed Goaid (2002), "The Relationship Between Dividend Policy, Financial Structure, Profitability and Firm Value". *Applied Financial Economics*. Vol.12, pp.843-849.
- Nguyen, T.D. Khoi., and Neelakantan R. (2006), "Capital Structure in Small and Medium-Sized Enterprises: The Case of Vietnam", *ASEAN Economic Bulletin* Vol.23, No.2, pp.192-211.
- Ojah, Kalu and Justo Manrique (2005), "Determinants of corporate debt structure in a privately dominated debt market: a study of the Spanish capital market". *Applied Financial Economics*, Vol. 15, pp.455-468.
- Ozkan, A., (2001), "Determinans of capital structure and adjustment to long-run target: evidence from UK company panel data". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 28, pp.175-199.
- Pawlina, Grzegorz and Luc Renneboog (2005), "Is Investment-Cash Flow Sensitivity Caused by Agency Costs or Asymmetric Information? Evidence from the UK". *European Financial Management*, Vol. 11, No.4, pp.483-513.
- Pao, Hsiao Tien, and Yao Yu Chih (2005), "Comparison of Linear and Nonlinear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan". *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 8, No.3, pp.525-541.
- Panno, A (2003), "An Empirical Investigation on The Determinants of Capital Structure: the UK and Italian Experience", *Applied Financial Economics*, Vol 13, pp.97-112.
- Penman, Stephen H, Scott A Richardson, and Irem Tuna (2007), "The Book-to-Price Effect in Stock Returns: Accounting for Leverage", *Journal of Accounting Research*, Vol.45, No.2, pp.427-467.
- Perry, Chad (1994), "Structured Approach For Presenting Theses: Note for Candidate and Their Supervisors, Paper Presented at the Colloquium". University Of Sydney.
- Pindyck, Robert S., Daniel L. Rubinfeld (1998). *Econometric Models and Economic Forecasts*. Fourth edition. Singapore: McGraw-Hill International Editions.
- Piper, Thomas R and Wolf A Weinhold (1982), "How Much Debt is Right for Your Company?" *Harvard Business Review*, pp.106-117.

- Porter, Michael E. (1980). *Competitive Strategy Techniques for Analysing Industries and Competition*. London: Collier Macmillan, Publisher.
- Porter, Michael E. (1987). "From Competitive Advantage to Corporate Strategy" *Harvard Business Review*, pp 43-59.
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *The Journal of Finance*, Vol. 1, No.5, pp.1421-1460.
- Ravid, S Abraham (1988), "On Interactions of Production and Financial Decisions". *Financial Management*, Autumn, pp.87-99.
- Reeb, D.M., Chuck C. Y. Kwok, and H. Young Back (1998), "Systematic Risk of The Multinational Corporation". *Journal of International Business Studies*. Vol.29, pp.263-279.
- Richardson, Vernon J (1998), "Information Asymmetry and Earning Management: Some Evidence". *Working Paper*.
- Ross, Stephen A. (2001), *Essentials of Corporate Finance*, Edisi 3 , New York : McGraw-Hill Companies.
- Ross, Stephen A. (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach". *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 8, pp.23-40.
- Roth, Greg and Cynthia G McDonald (1999), "Shareholder-Management Conflict and Even Risk Covenants". *The Journal of Financial Research*, Vol.XXII, No.2, pp.207-225.
- Rozeff M (1982), "Growth Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, Vol 5, pp.249-259.
- Saksonova, Svetlana (2006), "The Analysis of Company's Capital and Evaluation of Factors, Which influence Creation of The Optimal Capital Structure". *Journal of Business Economics and Management*. Vol.VII, No.3, pp.147-153.
- Salvatore, Dominick (2004), *Managerial Economics In a Global Economy*. 5th edition, USA: Thompson, South-Western, Ohio.
- Saragih, Ferdinand D., Adler H. Manurung, dan Joni Manurung. (2005). *Dasar-dasar Keuangan Bisnis Teori dan Aplikasi*. Cetakan I, Jakarta: PT Elex Media Komputindo, Gramedia.

- Sayilgan, Guven., Hakan Karabacak, and Guray Kucukkocaoglu. (2006), "The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data". *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.3, Issue3, p125-139.
- Schooley, D.K and L.D. Barney Jr. (1994), "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs". *The Journal of Financial Research*. Vol. XVII, No.3, pp.363-373.
- Shleifer, A. and R.W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*. Vol.52, pp.737-783.
- Sharpe, S.A. (1991), "Credit Rationing, Concessionary Lending, and Debt Maturity". *Journal of Banking and Finance*. Vol.15, pp.581-604.
- Sharpe, S.A. and Nguyen, H.H. (1995), "Capital Markets Imperfections and The Incentive to Lease". *Journal of Financial Economics*, No. 39, pp.271-294.
- Sharpe, William F. and Gordon J. Alexander (1995), *Investment*. Englewood Cliffs, Prentice-Hall.
- Skinner, Douglas J. (1993) "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedures Choice". *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp.407-445.
- Smith Jr., Clifford W, dan Ross L Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, No. 3, pp.263-292.
- Song, Han-Suck (2004), "Capital Structure Determinants: An Empirical study of Swedish Companies". Presented at Conference "Innovation Entrepreneurship and Growth". Stockholm, November 18-20.
- Stonehill, Arthur I and Michael H. Moffett. (1997), *International Financial Management*, Volume 5, London: International Thomson Business Press.
- Strebulaev, Ilya A. (2003), "Do Test of Capital Structure Theory Mean What They Say?" *Job Market Paper*, London Business School, pp.1-42.
- Sugeng Wahyudi (2005), *Pergeseran Strategi Pengembangan Bursa Efek Jakarta (BEJ): Pertumbuhan Liberal Menuju Pertumbuhan Yang Berkeadilan*, Pidato Pengukuhan Guru Besar dalam Ilmu Manajemen pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang, 15 Desember 2005.
- Sugiarto (2008), "Kebijakan Struktur Modal: Kajian Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non Keuangan di Indonesia yang dikontrol Keluarga". *Disertasi*. Program Doktor Ilmu Manajemen, Institut Bisnis dan Informatika Indonesia (IBII), Jakarta (Tidak dipublikasi).

- Sulastrri (2006), "Pilihan Strategi Diversifikasi dan Implikasinya: Sebuah Pengembangan Model Teoritik. Studi Empiris pada Perusahaan Go Publik di Indonesia". *Disertasi*. Program Doktor (S3) Ilmu Ekonomi Fakultas Pascasarjana, Universitas Diponegoro, Semarang (Tidak Dipublikasi).
- Sullivan, T. G (1974). "Market Power, Profitability, and Financial Leverage". *Journal of Finance*, December, pp.1407-1414.
- Sumadji, P., Yudha Pratama, dan Rosita (2006), *Kamus Ekonomi Lengkap*. Edisi 1, Penerbit WIPRESS.
- Supanvanij, Janikan (2006), "Capital Structure: Asian Firms vs Multinational Firms in Asia". *The Journal of American Academy of Business*, Cambridge, Vol 10, No. 1, pp.324-330.
- Suyudi Mangunwiharjo (1990), "Dampak diberlakukannya Undang-Undang Tentang Penanaman Modal Asing dan Undang-Undang Tentang Penanaman Modal Dalam Negeri Terhadap Produktivitas Tenaga Kerja dan Tenaga Kerja Yang Diserap". *Disertasi Doktor*. Universitas Gajahmada, Yogyakarta (Tidak dipublikasi).
- Syuhada Sufian (2006), "Perilaku Strategik dan Pengaruh Moderasi Lingkungan Dalam Peningkatan Kinerja Perusahaan (Model Terintegrasi dan Berjenjang Pada Industri Farmasi di Indonesia)". *Disertasi*. Program Doktor (S3) Ilmu Ekonomi Fakultas Pascasarjana, Universitas Diponegoro, Semarang (Tidak Dipublikasi).
- Titman, Sheridan and Roberto Wessels (1988). "The Determinants of Capital Structure Choice". *Journal of Finance*, Vol.XLIII, No.1, pp.1-19.
- Tong, Guanqun., and Christoper J.Green (2005), "Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies". *Applied Economics*, 37, pp.2179-2189.
- Twite, G. (2001), "Capital Structure Choices and Taxes: Evidence from the Australian Dividend Imputation Tax System". *International Review of Finance*, 2, pp. 217-234.
- Vera, Rudolf L Tobing, Akromul Ibad (2005), "Perbedaan Struktur Pendanaan Multinasional dan Domestik di Indonesia". *Jurnal Ekonomi Perusahaan*, Vol.12, No.2, halaman:196-213.
- Verschueren, Ilse. and Marc Deloof (2005), "How Does Intragroup Financing Affect Leverage? Belgian Evidence" *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, pp.83-108.
- Voulgaris, F., D. Asteriou, and G. Agiomirgianakis (2002), "Capital structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector". *Applied Economics*. Vol 34, pp.1379-1388.

- Wahidahwati (2002), "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 5, No 1, hal.1-16.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice-Hall International Edition.
- West, Edwin G. (1992), *Adam Smith and Modern Economics: From Market Behaviour to Public Choice*. Vermont: Edward Elgar Publishing Company, USA.
- William, Stevenson B & Dana Greeberg (2000), "Agency and Social Network, Strategy of Action in Social Structure of Position and Opportunity". *Administrative Science Quarterly*. Vol. 45, pp 651-678.
- Williamson, O.E. (1975), *Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implication*. NewYork: Free Press.
- Williamson, O.E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. NewYork: Free Press.
- Wiwattanakantang, Y. (1999). "An Empirical Study on The Determinants of the Capital Structure of Thai firms" *Pacific Basin Finance Journal*. Vol. 7, pp. 371-403.
- Young, Kenneth K (2002), "Value of Multinationality: Internalization, Managerial Self-Interest, and Managerial Compensation". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.29 (1) & (2), pp.55-75.
- Zimmerman, J. (1983), "Taxes and Firm Size". *Journal of Accounting and Economics*". Vol.5, pp.119-149.
- Zwiebel, Jeffrey (1996), "Dynamic Capital Structure Under Managerial Entrenchment". *American Economic Review*. Vol. 86, pp.1197-1215.

LAMPIRAN-LAMPIRAN

RESUME PEMETAAN TEORITIS DAN HASIL PENELITIAN TERDAHULU

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
1.	Shumi Akhtar. <i>The Determinants of Capital Structure for Australian Multinational and Domestic Corporations,</i> 2005	Signifikan si determinan struktur modal dan perbedaan tingkat leverage perusahaan multinasional vs domestik	Leverage, diversifikasi, risiko kurs, risiko politik, agency cost, free cash flow, pertumbuhan asset, bankruptcy costs, non debt tax shields, profitabilitas, size, collateral value of assets.	<i>Dependent variable:</i> leverage. <i>Independent variables:</i> diversifikasi, risiko kurs, risiko politik, agency cost, free cash flow, pertumbuhan asset, bankruptcy costs, non debt tax shields, profitabilitas, size, collateral value of assets	Studi teoritis menunjukkan bahwa tingkat leverage MNC lebih rendah dari pada domestik. Perbedaan leverage disebabkan oleh terminan struktur modal.	Model regresi tobit untuk menjelaskan determinan struktur modal. Sedangkan model regresi tobit dengan interaksi untuk melihat perbedaan leverage MNC vs domestik	Banckruptcy costs determinan leverage MNC, namun pada DC tidak signifikan Prof, size, growth determinan leverage signifikan DC & MNC. Collateral assets determinan leverage DC . Agency cost tdk signifikan negatif pada leverage DC & MNC. Tingkat leverage MNC dan DC tidak berbeda.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
2.	Nengjiu Ju, et.al. <i>Horses and Rabbits? Trade-Off Theory and Optimal Capital Structure.</i> 2005.	Optimal Capital Structure Choice.	Debt/total capital, value of equity, number of shares, change in share price, value of debt: bankruptcy costs, tax benefits, and coupon.	Dependent variable: debt to total capital. Independent variables: value of equity, number of shares, change in share price, value of debt: bankruptcy costs, tax benefits, and coupon.	Trade-off theory menjelaskan bahwa pilihan untuk mengoptimalkan debt to total capital harus menyeimbangkan manfaat hutang dengan biaya pengorbanan dari menerbitkan hutang.	Model statis komparatif, model dinamis dari struktur modal, kalibrasi model untuk uji sensitivitas titik optimum struktur modal. Model-model tersebut didasarkan pada contingent claim method.	Leverage berkorelasi negatif dengan volatilitas asset, dan tingkat leverage optimal sangat sensitif terhadap volatilitas asset. Debt to total asset optimum berkorelasi positif dengan tingkat pajak. Intinya struktur modal optimal dipengaruhi oleh biaya kebangkrutan yg memiliki hubungan negatif dengan leverage.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
3.	Jian Chen, and Roger Strange. <i>The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies.</i> 2006.	Determinan struktur modal dan relasinya dengan struktur kepemilikan berdasarkan pecking order, trade-off theory, dan teori keagenan (agency theory).	Leverage, profit size, intangible, risk, growth, reputation, tax, ownership structure	Dependent variable: leverage Independent variables: prof, size, intangible, risk, growth, age, tax, and ownership structure	Research originate from the theory of the firm: pecking order theory and the trade-off theory, and agency theories which identified by Myers (1984), Jensen and Meckling (1976), Raja & Zingales (1995).	Model empiris diestimasi dengan teknik regresi robust (White regression) dengan obyek pengamatan sebanyak 972 perusahaan yang terdaftar pada bursa efek Shanghai dan Shenzhen.	Profitabilitas berpengaruh negatif pada leverage. Intangible asset dan tax tidak berpengaruh pada leverage. (tax tdk relevan dengan struktur modal). Size, age dan risk berpengaruh positif pada leverage. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif pada struktur modal.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
4.	Arvin Ghosh, Francis Cai and Wenhui Li. <i>The Determinants of Capital Structure</i> , 2000.	Faktor penting penentu struktur modal pada industri manufaktur USA.	Debt, Asset Size (AS), Growth of Asset (GA), Tax (NDTS), Ratio fixed assets to total assets (FATA), Net Profit Margin (NPM), R&D expenditure, Advertising expendtr (ADV), Selling expendir (SE), and Business risk.	Dependent variable: Debt. Explanatory variables: Size, GA, NDTS, FATA, NPM, R&D, SE and Risk.	Riset Harris and Raviv (1991), Rajan and Zingales (1995) menunjukkan bahwa debt meningkat sejalan dengan meningkatnya struktur aset, tax dan size, namun menurun dengan meningkatnya growth opportunities, risk & profitabilitas.	Riset empiris menggunakan 362 firms dan Fortune 500 data set yang mana model persamaan regresi non linear ganda-nya diestimasi dengan teknik OLS.	Growth, FATA, R&D, ADV dikonfirmasi sbg variabel penting struktur modal. Hubungan risiko bisnis dengan leverage berpola kuadratik sebagaimana yg digambarkan oleh teori tradisional: <i>when risk is low, higher will be the debt level, but with higher risk, debt level should be lower.</i>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
5.	Hsiao Tien Pao and YaoYu Chih <i>Comparison of Linear and Non-linear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan.</i> 2005	Determinan penting struktur modal perusahaan.	Debt Ratio, Tax Rate, Size, ROA, Growth, Risk, Banckruptcy (BR), Collateral Value of Assets, Uniqueness, Investment.	Dependent variables: TDR, LDR. Independent variables: TAXR, SIZE, ROA, GRTH, RISK, BR, CVA, UNI, INVR.	Konsensus peneliti keuangan bahwa leverage berkorelasi positif dgn biaya tetap, non-debt tax shields, peluang tumbuh size, dan berkorelasi negatif dengan volatilitas, biaya iklan, banckruptcy, ROA & keunikan produk	Empirical Research dengan panel data. Teknik estimasi yg digunakan TSCS linear regresi on models, VCM, AR, VCMA, and ANN non-linear models.	Rasio hutang periode berjalan berkorelasi dgn satu periode sebelumnya. TAX dan Banckruptcy bukan determinan penting leverage. SIZE, CVA berpengaruh positif pada rasio hutang, sedang ROA, GRWTH, UNI, dan INVR berpengaruh negatif pada rasio hutang (DR).

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
6.	Alan A. Bevan and Jo Danbolt. <i>Capital Structure and its determinants in the UK- a decompositional analysis.</i> 2002.	Fokus pada kesulitan dalam mengukur proksi dan menginterpretasikan pengukuran leverage dari proksi faktor-faktor penentu struktur modal seperti yang ditunjukkan hasil studi Rajan and Zingales (1995).	Gearing sebagai proksi debt, Market to Book sebagai proksi peluang tumbuh, Size yang diproksi melalui Logsale, Profitability, dan Tangibility.	Dependent variables: Gearing atau non-equity liabilities to total assets, debt to total assets, debt to capital, adjusted debt to adjusted capital. Independent variables: MTB, LOG (SALE), PROF, TANGI.	Studi yang ditunjukkan Rajan dan Zingales menyebutkan bahwa leverage perusahaan dpt dijelaskan oleh empat faktor determinan struktur modal, yakni market tobook, size, profitabilitas, dan tangibilitas.	Replika hasil studi Rajan dan Zingales (1995), dan uji ketegaran hasil thd perubahan definisi proksi. Teknik analisis digunakan Maximum likelihood and a censored tobit model, dan decompositional analysis	Determinan leverage sangat beragam, tergantung komponen leverage mana yg sdg dianalisis. Perbedaan signifikan determinan leverage dijumpai pada bentuk hutang jangka pendek dan jangka panjang. Hanya PROF yang konsisten dgn hasil studi Rajan and Zingales.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
7.	F. Voulgaris D. Asteriou, and G. Agiomirgias. <i>Capital Structure, asset utilization, profitability and growth in the Greek manufacturing sector. 2002.</i>	Determinan struktur modal.	TDR, SDR, LDR, Solvabilitas, Kinerja Manajerial, Profitabilitas, dan Growth.	Explained variables: TDR, SDR, LDR. Explanatory variables: Rasio-rasio keuangan, dan Growth.	Tax based theories, Agency cost theories (Pecking Order Framework / POF) and Asymmetric information theories. Rasio hutang setiap sektor industri berbeda tergantung karakteristik tertentu yang ada pada perusahaan.	Empirical research with Nonlinear least squares fit of Marquardt's algorithm. Simple Panel, Fixed Effect, and Random Effect estimation.	Utilisasi asset, profitabilitas, dan pertumbuhan asset berpengaruh nyata pd struktur modal. Studi ini konsisten dengan POF: <i>the most profitable companies borrow the least.</i> Pertumbuhan Aset berpengaruh positif pada SDR, namun tidak berpengaruh positif pada LDR.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
8.	Saumitra N. Bhaduri. <i>Determinants of Capital Structure Choice: a study of the Indian corporate sector.</i> 2002	Determinan Struktur Modal.	Leverage, Asset structure, Financial Distress, NDTS, Size, Age, Growth, Profitability, Signaling, Uniqueness.	Dependent variable: Leverage. Independent variables: Asset structure, Financial Distress, NDTS, Size, Age, Growth, Profitability, Signaling, Uniqueness.	The static trade-off theory, pecking order hypothesis atau the agency cost hypothesis. Menurut teori ini leverage berhubungan terbalik dgn pembayaran dividen	Model Faktor Analisis	Pilihan struktur modal optimal dipengaruhi oleh growth, cashflow, size, dan karakteristik produk atau industri (uniqueness). Pembayaran dividen sebagai signal reputasi kesehatan keuangan perusahaan berpengaruh positif pada leverage (tidak konsisten dengan the agency cost hypothesis).

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
9.	Kalu Ojah and Justo Manrique. <i>Determinants of corporate debt structure in a private dominated debt market: a study of the Spanish capital market.</i> 2005	The research on corporate debt structure.	Debt source, size, investasi modal, rasio of intangible, paid dividend (information availability), age, asimetri informasi, low distress (growth potential).	Dependent variable: debt source (bank debt or non-bank debt). Independent variables: size, investasi modal, rasio of intangible, paid dividend (information availability), age, asimetri informasi, low distress (growth potential).	Struktur hutang perusahaan merupakan fungsi dari permintaan & penawaran dana hutang, yakni biaya memperoleh informasi dan pengawasan, asimetri informasi serta efisiensi likuidasi.	Riset empiris dengan teknik Univariate probit regression dan SURE models.	Struktur hutang korporasi dipengaruhi positif oleh size, growth potential, asimetri informasi, dan umur perusahaan (age), namun dipengaruhi negatif oleh ketersediaan informasi (pembayaran dividen). Non-bank debt source berkorrelasi negatif dengan low distress potential.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
10.	<p>Guven Sayilgan, Hakan Karabacak, Guray Kucukkocao glu.</p> <p><i>The Firm-Specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From Turkish Panel Data. 2006</i></p>	<p>The impact of firm specific characteristics on the corporate capital structure decisions.</p>	<p>Leverage (TD to TE), Size, Profitability, Growth Opportunities, Non-debt Tax Shields (NDTS), dan Tangibility.</p>	<p>Dependent variable: Leverage (TD to TE).</p> <p>Independent variables: Size, Profitability, Growth Opportunities, Nondebt Tax Shields (NDTS), Tangibility.</p>	<p>Suatu kombinasi unik antara hutang dengan ekuitas dapat memak simumkan nilai perusahaan. Jika demikian Size, Profit, Growth Opportunity, NDTS, dan Tangibility merupakan determinan penting struktur modal optimal perusahaan.</p>	<p>The Panel Regression Equation with a fixed-effects regression model.</p>	<p>Bukti empiris menunjukkan Size, Prof, Growth Opportunities, NDTS, Tangibilitas adalah determinan signifikan keputusan struktural.</p> <p>Size dan Growth Opportunities berkorelasi positif dengan leverage.</p> <p>Prof, NDTS, Tangibility berkorelasi negatif dengan leverage.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
11.	<p>Guanqun Tong and Christopher J Green.</p> <p><i>Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies.</i> 2005.</p>	<p>Bagaimana struktur modal ditentukan? Determinan leverage, hubungan dividen dengan leverage, dan determinan investasi korporasi.</p>	<p>Leverage (LEV), ROA, Size, Growth, Dividen, dan Growth in invested capital (INV GROW)</p>	<p>Endogenous variables: LEV dan INV GROW.</p> <p>Exogenous variables: ROA, Size, Growth, Dividen.</p>	<p>Fokus studi pada trade-off dan pecking order theory seperti yang dikemukakan oleh Baskin (1985, 1989), Allen (1993), dan Ade-deji (1998). Lintner dividend model (1956).</p>	<p>Ordinary Least Square (OLS regression technique).</p>	<p>Konsisten dgn pecking order: profitabilitas berkorelasi negatif dgn leverage.</p> <p>Pembayaran dividen periode sebelumnya berpengaruh positif pada leverage periode berjalan.</p> <p>Diperoleh hasil yg inkonklusif pada determinan investasi korporasi menurut pecking order hypothesis.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
12.	Janikan Supanvanij. <i>Capital Structure: Asian Firms vs Multinational Firms in Asia.</i> 2006.	Perbedaan struktur modal Asian firms vs MNC in Asia dilihat dari determinan struktur modal.	Debt ratio to total assets, tangibility, investment opportunity or growth, size, profitability, volatility or business risk.	Dependent variables: Long-term and Short-term Debt ratio to total assets. Independent variables: Tangibility, investment opportunity or growth, size, profitability, volatility or business risk.	Pecking order theory. Capital structure in Asian firms is related to the factors similar to influence the financing choice to MNCs investing in the area.	Ordinary Least Square (OLS regression technique).	Tangibility dan size berpengaruh positif pada leverage jangka pendek maupun jangka panjang Asian firms. Namun pada MNCs in asia hanya leverage jangka pendek (STD) saja berkorelasi positif dengan size dan volatility, sedangkan tangibility dan profitability berpengaruh negatif pada STD.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
13.	<p>A. Sabur Mollah, Kevin Keasey, dan Helen Short.</p> <p><i>The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Ex-change.</i> 2000.</p>	<p>Hubungan antara biaya keagenan dengan kebijakan dividen.</p>	<p>Dividend payout ratio (DPR), Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, dan Collateralizable Assets.</p>	<p>Variabel dependen: DPR.</p> <p>Variabel independen: Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, dan Collateralizable Assets.</p>	<p>Ownership, dividend policy, saling terkait. (Crutchley and Hansen 1989).</p> <p>Jensen's Free Cash Flow Hypothesis (1989): kebijakan keuangan korporasi (dividen & leverage) berhubungan dgn insider ownership.</p>	<p>Ordinary Least Square Regression model.</p>	<p>Konsisten dengan Jensen's Free Cash Flow Hypothesis: agency costs berpengaruh signifikan pd kebijakan dividen.</p> <p>Insider ownership berpengaruh negatif pada DPR, sedangkan dispersion of ownership dan collateral assets berpengaruh positif pada DPR.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
14.	Hsien-Chang Kuo, and Lie-Huey Wang. <i>The Effect of the Degree of Internationalization on Capital Structure for Listed Multinational Corporations in Taiwan during the Asian Financial Crisis.</i> 2005.	Determinan struktur modal perusahaan multinasional (MNC).	Debt ratio, Collateral value of assets, size, Profitability, Growth, Liability payment ability, Degree of internationalization, dan Industry classification.	Dependent variables: Debt ratio. Independent variables: Collateral assets, Firm size, Profitability, Growth, Liability payment ability, Degree of internationalization, dan Industry classification	Bukti empiris menunjukkan bahwa MNC yang beroperasi dalam lingkungan internasional memiliki leverage lebih rendah dibanding leverage perusahaan domestik. (Hughes 1975, Shapiro 1978, Fatemi 1988, Lee and Kwok 1988, Chen et al.1997)	Mean differences dan OLS Multiple regression analysis.	Derajat internasionalisasi berpengaruh positif pada leverage MNC. Pada low-internationalized MNC, size dan profitability menjadi faktor utama leverage, namun pd high-internationalizedMNC, collateral assets adalah elemen penting bagi leverage. Jenis Industri berpengaruh nyata pada leverage MNC.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
15.	<p>Dan Kovenock, Gordon M Phillips.</p> <p><i>Capital Structure and Product Market Behavior: An Examination of Plant Exit and Investment Decisions.</i> 1997.</p>	<p>Struktur modal dan struktur industri berinteraksi dalam mempengaruhi keputusan investasi.</p>	<p>Capital investment behavior, productivity, industry demand and price variables, rival high-debt market share. Market Structure variables: interaction between capital-structure and concentration, firms' market share, dan number of firms.</p>	<p>Dependent variable: Capital investment behavior</p> <p>Independent variables: Market behavior variables, dan Market structure variables.</p>	<p>Contingency Theory bahwa market structure memiliki implikasi penting pada leverage perusahaan. Hubungan tingkat leverage dgn investasi akan signifikan ketika industri semakin terkonsentrasi (Israel, 1992 dan Titman 1999).</p>	<p>Two stages logistical regression models (logit, probit, dan tobit).</p>	<p>Pada industri yang highly concentrated terlihat bahwa interaksi struktur modal dengan konsentrasi industri berpengaruh pada perubahan pengeluaran investasi perusahaan, dan sebaliknya perubahan pengeluaran investasi berpengaruh pada perubahan leverage perusahaan.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
16.	Sanjay Deshmukh. <i>The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy.</i> 2005.	Hubungan antara informasi asimetri, biaya keagenan, insider ownership dengan kebijakan dividen.	Dividend yield, Insider Ownership, Number of analysts, ratio EBITDA to book value of assets (CFTOB), ratio of market value to book value of assets (MTOB), Size, Distress.	Dependent variable: Dividend yield. Independent variables: Insidr Own, Number of analysts, CFTOB MTOB Size, Peluang bangkrut(Distres)	Pecking Order Theory dan Signaling Theory Efek informasi asimetris pd kebijakan dividen didasarkan pd teori pecking order.	Tobit regression model.	Informasi asimetris yang digambarkan sbg kebalikan dari biaya penerbitan ekuitas berpengaruh positif pada pembayaran dividen. Insider Ownership berpengaruh negatif pada pembayaran dividen, hubungan ini lebih dikarenakan adanya informasi asimetris daripada karena agency costs.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
17.	Philippe Gaud, Elion Jani, Martin Hoesli, and Andre Bender. <i>The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data.</i> 2005.	Determinan struktur modal perusahaan publik di Swiss.	Leverage, Growth, Size, Profitability, tangibles, financial distress costs (FDC).	Dependent variable: Leverage (DTAB, DTAM). Independent variables: Growth, Size, Prof, Tangi, FDC.	Two main theories current dominate the capital structure debate: the trade-off theory and the pecking order theory.	The dynamic panel regressions.	Growth dan current profitability berpengaruh negatif pada leverage, Sedangkan size dan tangibility berpengaruh positif. Lagged profitability berpengaruh positif pd leverage. (konsisten dgn perilaku pecking order: penyesuaian struktur modal pd target leverage). Pengaruh FDC tidak signifikan pada leverage.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
18.	A. Panno. <i>An empirical investigation on the determinants of capital structure: the UK and Italian experience.</i> 2003.	Determinan empiris struktur modal (<i>debt-equity issues</i>) di UK dan Italia.	Equity issue, Proxies of Deviations from target ratios (size, risk, asset composition), Liquidity, Profitability, Dividend Payout Ratio.	Dependent variable: Probability of equity issue. Explanatory variables: Proxies of deviations from target ratios (size, risk, asset composition), liquidity, profitability, dividend payout ratio.	Financial contracting theory (Harris & Raviv, 1990; Baxter & Cragg, 1970). Perusahaan ² yg berada pd industri yg berisiko sama memiliki kesamaan determinan leverage, dan cenderung mempertahankan tkt leverage optimal industri nya.	Logit and Probit regression models.	Perusahaan di negara yg pasar keuangan berkembang baik (UK) cenderung melakukan penyesuaian ke target leverage optimal jangka panjang, sementara di negara yg pasar keuangan kurang efisien (Italia), lebih memprioritaskan penerbitan ekuitas atau variabel lain, ketimbang mengejar rasio leverage optimal.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
19.	Raghuram G.Rajan and Luigi Zingales. <i>What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data.</i> 1995.	Determinan pilihan struktur modal dan analisis keputusan pembiayaan perusahaan publik di negara industri G7.	Leverage, Tangible Assets, Market to Book Ratio, Log Sales, Return on Assets.	Dependent variable: Book Leverage. Independent variables: Tangible Assets, Market to Book Ratio, Log Sales, Return on Assets or Profitability	Financial contracting theory (Harris & Raviv, 1990). Firms within an industry, facing similar conditions and risk characteristics, have similarly correlated factors with firm leverage.	Maximum likelihood and a censored Tobit model.	Determinan struktur modal perusahaan di negara industri G7 memiliki kesamaan pengaruh pada leverage, yakni market to book, size, profitabilitas, dan tangibilitas. (konsisten dgn teori kontraksi keuangan). Perlu pemahaman yg benar ttg konteks kelembagaan yg relevan dlm identifikasi landasan determinan struktural.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
20.	Milton Harris and Artur Raviv. <i>The Theory of Capital Structure.</i> 1991.	Berbagai teori struktur modal berdasarkan pada agency costs, asymmetric information, product market interactions, dan corporate control considerations.	Semua variabel determinan struktur modal dari studi-studi sebelumnya, seperti Volatil, Bankruptcy, fixed assets, NDTs, Advertising, R&D, Profit, Growth Opportunities, Size, Free Cash Flow, Uniqueness and concentration industry (market structure).	Dependent variable: leverage Independent variables: All determinants of leverage	Fokus pada Theory of Capital Structure, namun mengabaikan teori yang mempertimbangkan pajak. (Financial contracting theory)	Survey Research to synthesize the recent literature, summarize its result, and suggest promising avenues for future research.	Hasil Survei ini mengidentifikasi dan/atau mengkonfirmasi berbagai determinan potensial pada struktur modal melalui perbandingan theoretical results dengan empirical evidences Hutang meningkat sejalan dgn meningkatnya growth opportunity, size, risk dan profitabilitas.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
21	Richard A. Lord and W. Ken Farr. <i>Collusion and Financial Leverage: An Analysis of the Integrated Mill Steel Industry.</i> 2003.	Hubungan struktur modal dengan konsentrasi industri atau elastisitas harga produk perusahaan dan pasar produk.	LEV, financial leverage rata-rata industri manufaktur(LEV BMAN), risiko saham (SIGMA), nilai pasar ekuitas (MB), obligasi yield (CBOND) PROFIT, price elasticity of demand (PED), convertible security option (LAMBDA), dan interaksi antar variabel bebas model.	Dependent variable: LEV Independent variables: LEVBMAN, SIGMA, MB, CBOND PROF, PED, LAMBDA, dan interaksi antar variabel bebas.	Maksimovic berpendapat bahwa leverage dpt digunakan efektif untuk mempertahankan kolusi/kartel industri oligopoli. Harris & Raviv berpendapat bhw leverage merupakan fungsi dari pasar produk atau price elasticity of demand.	Adaptive Regression Model.	Uji empiris mengkonfirmasi hipotesis leverage dipengaruhi positif oleh elastisitas harga produk (PED), dan convertible securities (LAMBDA). Memungkinkan bagi perusahaan untuk mempertimbangkan <i>collusive arrangement</i> dalam mendesain struktur modalnya

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
22	Francis Cai and Arvin Ghosh. <i>Test of Capital Structure Theory: A Binomial Approach.</i> 2003.	Pengujian perilaku struktur modal suatu perusahaan, cenderung menganut teori "struktur modal optimal" atau teori "pecking order"?	<p>MOVEMN bila struktur modal bergerak kearah rata-rata industri.</p> <p>INT bila menggunakan dana internal.</p> <p>DEBT bila memilih hutang ketika diperlukan pendanaan eksternal</p> <p>LTDRA rasio hutang jk pjg.</p> <p>LTDMN rasio rata-rata hutang jk pjg industri.</p> <p>ADJUST indicator apakah perusahaan mengikuti teori struktur modal optimal atau tdk..</p>	Semua variabel tersebut berstatus sebagai variabel indikator.	Teori M&M (perusahaan menambah hutang dgn tujuan mendpt manfaat fasilitas pengurangan pajak atas bunga, shg firm value maksimum melalui keseimbangan antara manfaat yg diperoleh dan pengorbanan dari hutang) & Myers Pecking order theory.	Uji empiris menggunakan Binomial model, dan industry mean criteria.	Uji validitas mengarah pada "pecking order theory". Perusahaan hanya akan menyesuaikan struktur modal optimalnya ketika tingkat hutang di atas tingkat rata-rata hutang industrinya, sebaliknya perusahaan yg memiliki rata-rata tingkat hutang di bawah tingkat rata-rata hutang industri, pilihan pendanaan melalui internal funds.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
23	<p>Tarek Ibrahim Eldomyaty, Chong Ju Choi, dan Philip Cheng.</p> <p><i>Testing Debt Signaling Hypothesis for Making Investment Decisions in Transitional Market: Evidence from Egypt. 2005.</i></p>	Melihat hubungan perubahan hutang perusahaan dengan nilai pasar atas investasi perusahaan.	Market value, leverage, tangible assets, tax, growth, investment opportunities, bankruptcy risk, agency costs, uniqueness, target debt, type of industry, profit proxies, financial flexibility, interest rate, timing effect, transaction cost, free cash flow.	<p>Dependent variable:</p> <p>Market value (MV)</p> <p>Independent variables:</p> <p>Determinants of capital structure variables, target debt, NDTs, type of industry, profit proxies, financial flexibility, interest rate, timing effect, transaction costs, free cash flow.</p>	<p>Signaling Theory (Perubahan pada struktur modal membawa pengaruh pd perubahan posisi dan kekuasaan relatif dari pemberi modal (stocks holder and debtors)</p> <p>Capital structure theory.</p>	Ordinary least square technique.	<p>Sebagian besar variabel determinan struktur modal signifikan pada leverage, mencakup validitas dgn teori dasar struktur modal.</p> <p>Untuk membuat informative investment decisions, investor sebaiknya investasi pada perusahaan dgn mempertimbangkan fleksibilitas keuangan dan tkt bunga yg favorable.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
24	Gavin Cassar & Scott Holmes. <i>Capital structure and financing of SMEs: Australian evidence.</i> 2003.	Determinan struktur modal perusahaan kecil, menengah.	Short & Long leverage ROA, SIZE, Growth, non current assets (NONA) and Risk	Dependent variable: Short & Long leverage Independent variables: ROA, SIZE, Growth, NONA, Risk. PROF diproksi dgn ROA.	Financial theory of Capital structure. Pilihan struktur modal dan sumber pendanaan perusahaan besar berlaku juga pada perusahaan kecil & menengah, namun pengecualian pada variabel konflik kepentingan manajer dgn pemilik	Ordinary least square technique for multiple linear regression with or without interaction models.	NONA, ROA dan Growth determinan penting dari struktur modal. ROA berpengaruh negatif pd leverage. Growth berpengaruh positif pada leverage. NONA berpengaruh negatif pd leverage. Risk dan Size tdk berpengaruh nyata pada leverage. Struktur modal antara small dan medium enterprise tidak berbeda.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
25	Sheridan Titman and Roberto Wessels. <i>The Determinants of Capital Structure Choice.</i> 1988.	Membahas pengukuran berbagai variasi atribut determinan struktur modal.	Asset structure, Nondebt TaxShid, Growth, Unique, Industry Classify, Size, Volatility, Profitability, financial leverage variables, yakni long and short-term, and convertible debt dibagi nilai buku dan nilai pasar dari debt.	Dependent variables: financial leverage variables, yakni long and short-term, and convertible debt dibagi nilai buku dan nilai pasar dari debt Independent variables: Asset structure, Nondebt TaxShid, Growth, Unique, Industry Classify, Size, Volatility, Profitability.	Berbagai teori-teori struktur modal yang menjelaskan bahwa pemilihan struktur modal optimal tergantung pd berbagai atribut yg dapat menentukan beragam biaya & manfaat	Pemilihan atribut dan indikator dilakukan dengan teknik factor analysis LISREL berbasis matriks kovarians.	Debt berkorelasi negatif dg uniqueness (diproksi dgn R&D, sales & adv expenses & quit rate). Indikasi transaction cost determinan struktur modal. Tax, struktur asset, growth, dan volatilitas tidak berpengaruh pd berbagai pengukuran leverage. Size berkorelasi positif dgn nilai pasar ekuitas. Profitabilitas yg diproksi oleh operating income, konsisten dgn teori pecking order.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
26	Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler. <i>Market Timing and Capital Structure.</i> 2002.	Hubungan <i>equity market timing</i> atau <i>past market valuation</i> dengan struktur modal.	Debt to Assets Ratio (D/A), Annual change in leverage ($\Delta D/A$), Market to Book ratio (M/B), EBITDA to Assets sebagai proksi profitabilitas, Tangible assets, Size yg diproksi dari log sales, target leverage, Dividen to book equity, or to market equity, Depreciation to assets sebagai proksi NDTs, dan R&D to assets.	Dependent variables: Debt to Assets Ratio (D/A) & Annual change in leverage ($\Delta D/A$). Independent variables: Market to Book ratio (M/B), EBITDA, Tangible assets, Size, target leverage, Dividen to book equity, or Div to market equity, Depreciation to assets (NDTS), dan R&D to assets.	<i>Equity market timing</i> : perubahan struktur modal sebagai efek kumulatif dari hasil keputusan <i>to time market</i> di masa lalu. M/B tinggi isyarat menambah ekuitas & menolak hutang. Oportunitas investasi yg tinggi mendorong leverage naik kearah tingkat kapasitas hutang.	Reproduksi model dinamis persamaan regresi Fama-MacBeth dengan teknik OLS.	M/B yang tinggi pd periode <i>t-j</i> cenderung menurunkan leverage periode <i>t+j</i> . (Nilai pasar ekuitas masa lalu berkorelasi negatif dengan leverage saat ini). M/B yg tinggi akan mendorong pendanaan melalui penerbitan ekuitas, bukan dari laba ditahan, sementara leverage berkurang (versi pecking order yg memprediksi hubungan leverage dgn peluang investasi masa datang)

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
27	Aydin Ozkan <i>Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data.</i> 2001.	Determinan empiris struktur modal dinamis dan proses penyesuaian ke arah target optimal struktur modal.	Leverage atau debt to assets (D/A), Size yg diproksi Ln(Sales) Likuiditas diproksi rasio current assets to current liabilities. NDTS sbg rasio penyusutan thd total assets (Dep/A), Profitabilitas diproksi dari rasio EBITD to total assets, dan Growth sbg rasio M/B.	Dependent variable: (D/A) _t Independent variables: Size, Likuiditas, NDTS, EBITD to total assets, Growth, dan (D/A) _{t-1} .	Perusahaan memiliki target rasio hutang optimal sebagai fungsi dari karakteristik spesifik perusahaan yg bervariasi dari waktu ke waktu, antar perusahaan. Dan cenderung menyesuaikan perubahan leverage ke arah target optimalnya.	Untuk estimasi model dinamis digunakan Generalised Method of Moments (GMM), Anderson & Hsiao (AH) type, dan Ordinary Least Square.	Tidak cukup bukti menunjukkan Size berpengaruh positif pada leverage. (D/A) _t dipengaruhi oleh (NDTS) _t , (Growth) _t , (EBITDA) _t , EBITDA _{t-1} Liquidty, (D/A) _{t-1} . EBITDA, Likuiditas, growth opportunities berpengaruh negatif pada D/A. Cukup bukti menunjukkan perusahaan memiliki target D/A jangka panjang, dan cepat menyesuaikan kearah D/A optimalnya.

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Teori	Metode & Hasil studi
28	Svetlana Saksonova. <i>The Analysis of Company's Capital and Evaluation of Factors, which influence creation of The Optimal Capital Structure.</i> 2006.	Analisis dan evaluasi faktor-faktor penentu struktur modal optimal perusahaan.	<p>Company's Borrowed Capital and Equity Variables: Debt to assets, Debt to capital, Debt to equity, ROE, ROI, Capital productivity.</p> <p>External factors: Conditions on the market of output, financial markets, company's image, tax policy of the company's country.</p> <p>Internal factors: Specifics of the industry, attitude of owners and managers toward risk, operating leverage, profitability, concentration of the equity capital, the company's life cycle.</p>	Penentuan struktur modal optimal memerlukan analisis dan evaluasi faktor-faktor utama determinan struktur modal spt company's borrowed capital and equity, external and internal factors yg mempengaruhi struktur modal. Penting untuk dipahami krn keberhasilan operasi perusahaan dibangun dari pemahaman hubungan antara risiko dan reward yg melekat pada pilihan alternatif struktur modal	<p>Qualitative research background of literature studies.</p> <p>Managers need to take that main factors into account, when planning capital structure and therefore avoid increasing their leverage to dangerous level.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
29	<p>Pek Yee Low, and Kung H. Chen.</p> <p><i>Diversification and Capital Structure: Some International Evidence.</i> 2004.</p>	<p>Pengaruh diversifikasi internasional dan diversifikasi produk pada perilaku strategis perusahaan dalam upaya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan multinasional.</p>	<p>Book leverage (LEV), RISK sebagai proksi financial distress, MVBV sebagai proksi growth opportunities, financial performance (CASH SALE), SIZE, efek industri, country effect, diversifikasi internasional (MNCD) dan diversifikasi produk (DCDUM)</p>	<p>Dependent variables: LEV</p> <p>Independent variables: RISK, MVBV, CASH-SALE, SIZE, Dummy variables</p> <p>Efek industri, Country effect, MNCD, dan DCDUM.</p>	<p>Kwok & Reeb (2000) menunjukkan bukti bahwa diversifikasi internasional dan diversifikasi produk berperan penting dalam penggunaan leverage. Pengaruh MNCD dan DCDUM pada struktur modal tergantung pd risiko relatif negara asal dan Negara target MNC.</p>	<p>Univariate & Multivariate analyze.</p>	<p>Diversifikasi internasional berpengaruh negatif pada LEV, sedangkan diversifikasi produk berpengaruh positif pada LEV.</p> <p>Semakin tinggi RISK, dan CASH SALE, semakin rendah LEV. SIZE berpengaruh positif pada LEV.</p> <p>Sedangkan efek industri dan country effect tidak berpengaruh nyata pada LEV.</p> <p>Tidak ada perbedaan rata-rata LEV antara MNC dgn DC.</p>

No.	Peneliti, Judul dan Tahun	Subyek	Variabel	Status Variabel	Teori	Metode	Hasil
30	<p>Chuck C.Y. Kwok, dan David M. Reeb.</p> <p><i>Internalization & Firm Risk: An Upstream-Downstream Hypothesis.</i> 2000.</p>	<p>Pengaruh internasionalisasi dan risiko FDI pada perilaku strategis perusahaan dalam upaya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan multinasional.</p>	<p>LEVER, RISK, FAR sbg proksi internasionalisasi, ROA, Ln Total Assets (LTA), INTANG R&D, M/B, NDTS, INDSTR.</p>	<p>Dependent variables: RISK, LEVER</p> <p>Independent variables: ROA, LTA, INTAG, R&D, M/B, NDTS.</p> <p>Dummy variables</p> <p>INDSTR, dan FAR (MNC atau DC).</p>	<p>Teori klasik menyebutkan bahwa tingkat leverage MNC lebih tinggi dari DC sehubungan dgn risiko operasi yg dihadapi MNC, namun dengan diversifikasi internasional menyebabkan rasio hutang MNC menjadi lebih rendah dari DC.</p>	<p>Analisis regresi linear ganda dengan teknik OLS.</p>	<p>Ada debt reduction sehubungan dengan internasionalisasi.</p> <p>Di negara sedang berkembang internasionalisasi berkorelasi positif dengan LEVER.</p> <p>MNC yg negara asalnya memiliki volatilitas pasar yang rendah, aktivitas internasionalisasi berhubungan negatif dengan LEVER, & sebaliknya, korelasi positif pada MNC yg volatilitas pasar negara asalnya tinggi.</p>

LAMPIRAN-LAMPIRAN HASIL OLAH DATA:

LAMPIRAN A: RINGKASAN STATISTIK DESKRIPTIF PMDN

	LOG(INVEST)	DIVIDEND YIELD	GROWTH	EBIT/A
Mean	4,97322051	2,754564103	1,584458188	13,19913388
Standard Error	4,21357782	0,247369926	0,133284386	0,556744082
Median	4,42852354	1,73	1,201666749	11,55482197
Standar Deviation	5,35859498	3,454333031	1,861215162	7,774508005
Sample Variance	9,717189957	11,93241669	3,464121879	60,44297471
Kurtosis	22,68061307	4,638510544	119,307904	0,981212047
Skewness	4,478430418	1,935534439	9,948772579	0,921614035
Range	4,07134187	19,51	23,84565078	41,61773532
Minimum	2,167317335	0	0,634025977	-3,637245075
Maximum	6,238659205	19,51	24,47967676	37,98049025
Num Observation	195	195	195	195

	AGENT (AUR)	EARNVOL	SIZE	RISK
Mean	107,3887446	1,227712829	6,23596948	6,481971077
Standard Error	4,241543616	0,07419647	0,048238664	0,367784024
Median	106,4888991	0,968310008	6,206519874	5,145141373
Standar Deviation	59,22993322	1,036097321	0,67361628	5,135824397
Sample Variance	3508,184989	1,073497659	0,453758893	26,37669224
Kurtosis	0,801456724	3,054880347	0,260598822	4,445913748
Skewness	0,952996312	1,484651583	-0,006244271	1,761051689
Range	271,0543682	6,165999768	3,342290596	28,51369682
Minimum	21,6156839	0,016028323	4,533556001	1,063757694
Maximum	292,6700521	6,18202809	7,875846597	29,57745451
Num Observation	195	195	195	195

	MVEQUITY	CVA	TAXPAY	MRKSHR
Mean	201,5885336	42,32677122	34,58651717	22,39541757
Standard Error	17,23734391	1,356581175	5,441463144	1,531684923
Median	145,8333333	38,42793375	30,99777074	15,64766227
Standar Deviation	240,706408	18,94362517	75,98589753	21,38881593
Sample Variance	57939,57486	358,8609346	5773,856623	457,4814469
Kurtosis	69,48477326	-1,019451427	127,605353	0,2851123
Skewness	6,920209955	0,406343924	9,834811669	1,17838378
Range	2868,070105	77,83006158	1265,329856	78,95710473
Minimum	-74,23580786	7,606478704	-283,3111383	0,894836849
Maximum	2793,834297	85,43654028	982,0187178	79,85194158
Num Observation	195	195	195	195

RINGKASAN STATISTIK DESKRIPTIF PMDN (Lanjutan):

	MRK LEVERAGE	LERNER	INV CAP	EFISIENSI
Mean	0,420189164	10,39495048	5,059125376	16,14560318
Standard Error	0,016025552	0,988491766	0,622532092	0,865972264
Median	0,401948053	6,98621827	3,251614477	12,66628938
Standar Deviation	0,223784656	13,8035363	8,693187568	12,09264457
Sample Variance	0,050079572	190,5376144	75,5715101	146,2320526
Kurtosis	-0,699544838	18,12458348	109,289071	-0,083217392
Skewness	0,260410042	2,498879064	9,478946364	0,885609473
Range	0,952837293	160,46876	108,5111536	53,4924369
Minimum	0,005238462	-54,11243315	1,021247059	-4,188001833
Maximum	0,958075755	106,3563269	109,5324006	49,30443507
Num Observation	195	195	195	195

LAMPIRAN B: RINGKASAN STATISTIK DESKRIPTIF PMA

	LOG(INVEST)	DIVIDEND YIELD	GROWTH	EBIT/A
Mean	5,435514075	4,01560241	1,563289885	17,12977138
Standard Error	4,92301263	0,393410365	0,12154046	1,010639628
Median	4,09805504	2,765	1,101072468	13,51731117
Standar Deviation	6,033066674	5,068737988	1,56593929	13,02118074
Sample Variance	12,06613203	25,69210479	2,452165859	169,5511479
Kurtosis	35,67461815	9,807623475	16,47907778	0,412454354
Skewness	5,725161633	2,638835493	3,772973301	0,853541599
Range	5,69032217	32,7	10,99178793	71,18026512
Minimum	1,25527250	0	0,396923025	-15,3619131
Maximum	6,94559467	32,7	11,38871095	55,81835202
Num Observation	166	166	166	166

	AGENT (AUR)	EARNVOL	SIZE	RISK
Mean	123,8266	1,43032497	6,020455219	6,82787668
Standard Error	4,946891	0,095948157	0,049858004	0,360612908
Median	113,7674	1,143077602	5,804442785	5,638785028
Standar Deviation	63,73623	1,236205526	0,642375445	4,646172305
Sample Variance	4062,307	1,528204103	0,412646213	21,58691709
Kurtosis	2,459763	6,134007408	-0,069821054	1,246712136
Skewness	1,193468	1,924558081	0,894428329	1,181964594
Range	385,4139	7,770951509	2,78608507	23,01257207
Minimum	24,09026	0,001711389	5,000429739	0,264362782
Maximum	409,5042	7,772662898	7,786514809	23,27693485
Num Observation	166	166	166	166

RINGKASAN STATISTIK DESKRIPTIF PMA (Lanjutan):

	MVEQUITY	CVA	TAXPAY	MRKSHR
Mean	212,8375629	33,61469	41,46843	21,93967953
Standard Error	23,33396648	1,355674	10,80849	1,742663023
Median	119,3490883	26,86626	31,24543	14,81178992
Standar Deviation	300,6371278	17,46664	139,2577	22,45264243
Sample Variance	90382,6826	305,0834	19392,71	504,1211523
Kurtosis	16,80048319	0,8237	149,7509	1,383743209
Skewness	3,740767749	1,043477	11,9784	1,289299272
Range	2202,330687	81,95994	1892,875	89,50893867
Minimum	-73,29842932	6,567946	-112,875	0,848336076
Maximum	2129,032258	88,52789	1780	90,35727474
Num Observation	166	166	166	166

	MRK LEVERAGE	LERNER	INV CAP	EFISIENSI
Mean	0,386528813	10,05501	5,962569	15,94582732
Standard Error	0,01934071	0,729396	0,485716	0,849867537
Median	0,342472182	9,402056	4,083017	15,51516021
Standar Deviation	0,249187615	9,397609	6,258019	10,94977725
Sample Variance	0,062094467	88,31505	39,1628	119,8976219
Kurtosis	-0,112632279	10,86959	7,651984	1,636282189
Skewness	0,787593244	2,135565	2,608118	0,830537833
Range	0,959960685	82,9875	37,08826	66,38669897
Minimum	0,012402816	-12,0345	0,792575	-11,39516327
Maximum	0,972363501	70,95296	37,88083	54,9915357
Num Observation	166	166	166	166

Catatan:

Dengan pengujian statistik Z terhadap *kurtosis* dan *skewness* diperoleh sebagian besar variabel-variabel penelitian pada studi ini tidak berdistribusi normal, sehingga untuk menjamin agar hasil pengujian estimasi tidak terdegradasi hanya karena persoalan asumsi maka selanjutnya untuk tujuan selain prediksi; setiap variabel penelitian ditransformasi ke dalam bentuk sebaran baku normal (Z -score), dengan demikian interpretasi hasil output untuk koefisien regresi model konvensional dan model struktural struktur modal dibaca pada koefisien regresi β yang dibakukan (*standardized coefficients*). Namun, hasil output untuk model empiris perbedaan struktur modal dan model dinamis struktur modal, koefisien regresi yang digunakan adalah koefisien regresi β *unstandardized*.

LAMPIRAN C : MODEL KONVENSIONAL DETERMINAN STRUKTUR MODAL

Matriks Koefisien Korelasi Antar Dua Variabel Penelitian PMA											
	LEVM	INV	DivYld	EBIT/A	GROWTH	SIZE	RISK	AUR	EARNV	MVE	CVA
INV	0.0365	1									
DivYld	-0.1297	-0.0709	1								
EBIT/A	-0.5954	-0.0854	0.15062	1							
GROWTH	-0.4233	0.02085	-0.0988	0.61196	1						
SIZE	-0.0287	0.52402	-0.2658	0.02641	0.27167	1					
RISK	-0.1842	-0.1386	-0.1302	0.46746	0.34717	0.07795	1				
AUR	0.048	-0.0703	-0.0305	0.30233	0.34644	-0.1788	0.23082	1			
EARNVOL	-0.2807	-0.1289	-0.0113	0.18441	0.14027	0.01532	0.27084	0.04353	1		
MVE	-0.3813	0.04811	-0.1026	0.53858	0.9597	0.29917	0.29278	0.29596	0.11331	1	
CVA	-0.0516	-0.1301	-0.1308	-0.1511	-0.0433	0.24028	0.08674	-0.3005	0.10687	-0.0394	1
TAX	-0.3053	0.42767	-0.1047	0.44204	0.42497	0.7855	0.21418	-0.1095	0.10748	0.4215	0.09774

Matriks Koefisien Korelasi Antar Variabel Penelitian PMDN												
	LEVM	LOG(INV)	DIVYLD	EBIT/A	AUR	EARNVOL	GROWTH	SIZE	RISK	MVEQUIT	CVA	TAX
LOG(INV)	-0.225	1										
DIVYLD	0.07	0.207	1									
EBIT/A	-0.519	0.18	0.296	1								
AUR	-0.177	-0.139	-0.023	0.077	1							
EARNVOL	-0.079	-0.044	0.141	0.002	0.155	1						
GROWTH	-0.421	0.046	-0.075	0.335	0.013	0.026	1					
SIZE	-0.063	0.491	0.13	0.193	-0.419	-0.114	0.025	1				
RISK	-0.108	-0.041	0.213	0.197	-0.197	0.433	0.053	-0.085	1			
MVEQUIT	-0.475	0.059	-0.097	0.378	8E-04	0.036	0.948	0.125	0.057	1		
CVA	0.249	0.008	0.02	-0.131	-0.596	-0.111	-0.107	0.251	0.107	-0.04	1	
TAX	0.069	-0.024	0.086	-0.014	0.055	-0.021	-0.034	-0.068	0.01	-0.053	-0.049	1
MRKSHR	-0.022	0.323	0.256	0.257	-0.162	0.041	-0.025	0.672	0.051	0.045	0.138	0.062

Regresi Model Konvensional Struktur Modal PMA & PMDN (ALL FIRMS)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.703	.494	.478	17.0546298

b. Dependent Variable: LEVM

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	99115.914	11	9010.538	30.979	.000
Residual	101510.278	349	290.860		
Total	200626.192	360			

b. Dependent Variable: LEVM

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
					B	Std. Error
1 (Constant)	28.080	10.296	2.727	.007		
LOG(INV)	-2.167	1.281	-1.691	.092	.616	1.623
DivYld	.193	.222	.868	.386	.878	1.139
EBIT/A	-.868	.112	-7.745	.000	.564	1.774
SIZE	4.905	1.867	2.628	.009	.521	1.920
RISKREL	.374	.212	1.769	.078	.747	1.338
AUR	.073	.018	4.106	.000	.667	1.500
EARNVOL	-3.438	.855	-4.020	.000	.857	1.167
MBVE	-.003	.004	-.755	.451	.575	1.740
CVA	.113	.056	1.998	.047	.719	1.391
%TAXPAY	-.002	.008	-.293	.770	.991	1.009
DUMGROW	-21.925	2.581	-8.493	.000	.611	1.636

a. Dependent Variable: LEVM

Regresi Model Konvensional Struktur Modal PMA

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.725	.526	.492	1.7767118548E1	.888

b. Dependent Variable: LEVM

ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53842.614	11	4894.783	15.506	.000
	Residual	48613.257	154	315.671		
	Total	102455.871	165			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	26.463	17.062		1.551	.123		
	LOG(INV)	.239	2.206	.009	.108	.914	.420	2.379
	DivYld	-.107	.301	-.022	-.355	.723	.824	1.214
	EBIT/A	-1.005	.158	-.525	-6.362	.000	.452	2.212
	SIZE	4.323	3.509	.111	1.232	.220	.377	2.655
	RISKREL	.612	.380	.114	1.612	.109	.615	1.625
	AUR	.100	.026	.255	3.896	.000	.717	1.394
	EARNVOL	-4.096	1.177	-.203	-3.481	.001	.904	1.106
	MBVE	-.004	.007	-.049	-.608	.544	.476	2.100
	CVA	-.079	.089	-.055	-.881	.380	.783	1.277
	%TAXPAY	-.008	.010	-.042	-.757	.450	.988	1.012
	DUMGROW	-16.415	4.433	-.285	-3.703	.000	.520	1.922

a. Dependent Variable: LEVM

MODEL KONVENSIIONAL STRUKTUR MODAL PMA (Z-SCORE)

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.725 ^a	.526	.492	.71300167

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	86.711	11	7.883	15.506	.000 ^a
Residual	78.289	154	.508		
Total	165.000	165			

b. Dependent Variable: Zscore(LEVM)

Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
(Constant)	.163	.071	2.302	.023			
Zscore: LOG(INV)	.009	.086	.009	.108	.914	.420	2.379
Zscore(DivYld)	-.022	.061	-.022	-.355	.723	.824	1.214
Zscore: EBIT/A	-.525	.083	-.525	-6.362	.000	.452	2.212
Zscore(SIZE)	.111	.090	.111	1.232	.220	.377	2.655
Zscore(RISKRE L)	.114	.071	.114	1.612	.109	.615	1.625
Zscore(AUR)	.255	.066	.255	3.896	.000	.717	1.394
Zscore(EARNV OL)	-.203	.058	-.203	-3.481	.001	.904	1.106
Zscore(MBVE)	-.049	.080	-.049	-.608	.544	.476	2.100
Zscore: CVA	-.055	.063	-.055	-.881	.380	.783	1.277
Zscore: %TAXPAY	-.042	.056	-.042	-.757	.450	.988	1.012
DUMGROW	-.659	.178	-.285	-3.703	.000	.520	1.922

LAMPIRAN D: MODEL PERSAMAAN STRUKTURAL STRUKTUR MODAL

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE VS INVESTASI PMA & PMDN					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,505498645				
R Square	0,25552888				
Adjusted R Square	0,232064174				
Standard Error	18,1106459				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	39290,30873	3571,846249	10,88992472	2,5338E-17
Residual	349	114470,4277	327,9954949		
Total	360	153760,7364			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	21,64206553	12,2136387	1,771958878	0,077273834	SIG
LOG(INV)	5,799369855	2,920371658	1,98583281	0,04783396	SIG
EBIT/A	-0,84589325	0,11411869	-7,41239893	9,4611E-13	SIG
DSIZE	4,201386906	3,31730742	1,266505142	0,206176916	NO SIG
GROWTH	-1,36444158	1,641301079	-0,83131706	0,406362935	NO SIG
RISK	0,400937534	0,229957816	1,743526442	0,08212226	SIG
AGENT (AUR)	0,067782235	0,01872821	3,619258562	0,00033914	SIG
EARNVOL	-3,99016018	0,907150344	-4,39856547	1,4492E-05	SIG
MVEQUITY	0,006446821	0,00465557	1,384754429	0,16701218	NO SIG
CVA	0,133987728	0,059980298	2,233862315	0,02612515	SIG
TAXPAY	-0,01117371	0,008937213	-1,25024502	0,212047698	NO SIG
Resid-INV	-8,39670169	3,088687958	-2,7185335	0,00688468	SIG
Keterangan: Hubungan simultanitas antara Leverage dan Investasi sangat signifikan.					

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE VS DIVIDEND PMA & PMDN					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,343707704				
R Square	0,118134985				
Adjusted R Square	0,090339813				
Standard Error	4,113561768				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	791,1118529	71,91925935	4,250197979	6,1024E-06
Residual	349	5905,565256	16,92139042		
Total	360	6696,677109			
DEPENDENT VARIABLE: DIVIDEND YIELD PMA & PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	4,437028282	1,486629138	2,984623514	0,003039467	SIG
LEVME	-0,00248145	0,002950954	-0,8408974	0,40098117	NO SIG
EBIT/A	0,151781621	0,025877629	5,86536048	1,0405E-08	SIG
DSIZE	0	0,562663314	0	1	NO SIG
DGROW	-0,68112416	0,621682939	-1,0956134	0,274003477	NO SIG
RISK	-0,05939143	0,050945606	-1,1657812	0,244499009	NO SIG
AGENT (AUR)	-0,00635238	0,00424458	-1,49658624	0,13540473	SIG
EARNVOL	0,237543806	0,205897076	1,153701696	0,249411954	NO SIG
MVEQUITY	-0,00329383	0,001038001	-3,17324331	0,00164136	SIG
CVA	-0,01620331	0,013531152	-1,19748212	0,231931375	NO SIG
TAXPAY	-0,00051768	0,002017452	-0,25660108	0,797637941	NO SIG
Residuals	0,008322794	0,012905701	0,644892788	0,519420347	NO SIG
Keterangan: Hubungan simultanitas antara Leverage dan Dividend Yield tidak signifikan.					

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS DIVIDEN VS INVESTASI PMA & PMDN					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,33073047				
R Square	0,109382644				
Adjusted R Square	0,094287434				
Standard Error	4,104626322				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	6	732,5002454	122,0833742	7,246182578	2,601E-07
Residual	354	5964,176863	16,84795724		
Total	360	6696,677109			
DEPENDENT VARIABLE: DIVIDEND YIELD PMA & PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	
Intercept	2,270425978	1,848367989	1,228340888	0,220135045	NO SIG
EBIT/A	0,138985835	0,023514695	5,910594715	8,0199E-09	SIG
AUR	-0,0034703	0,003654804	-0,94951777	0,34300511	NO SIG
EARNVOL	0,164384272	0,193093908	0,851317755	0,395168365	NO SIG
MVEQUITY	-0,00406229	0,000941525	-4,31458948	2,0771E-05	SIG
LOG(INV)	0,42914329	0,122042625	3,516339378	0,00049428	SIG
RESID-INV	-0,44140469	0,334766734	-1,31854405	0,1881716	NO SIG

PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL LEVERAGE PMA & PMDN (*ALL FIRMS*) DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE* (2SLS)

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,7141753				
R Square	0,5100463				
Adjusted R Square	0,4910781				
Standard Error	16,837725				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	13	102248,590	7865,276005	27,74260289	1,1048E-44
Residual	347	98377,603	283,508942		
Total	360	200626,192			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMA & PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	57,771	13,725	4,209	0,00011	SIG
DIVIDEND	0,110	0,221	0,499	0,61801	NO SIG
EBIT/A	-0,892	0,111	-8,044	6,9617E-14	SIG
SIZE	1,621	2,283	0,710	0,47803	NO SIG
DGROW	-21,136	2,525	-8,178	1,0385E-14	SIG
RISK	0,221	0,214	1,030	0,30455	NO SIG
AUR	0,059	0,019	3,102	0,00227	SIG
EARNVOL	-3,238	0,847	-3,823	0,00010	SIG
MVEQUITY	-0,006	0,004	-1,341	0,18109	NO SIG
CVA	0,120	0,057	2,115	0,03522	SIG
TAXPAY	-0,003	0,008	-0,368	0,71317	NO SIG
PRED-INVEST	-4,501	1,654	-2,722	0,00714	SIG
MARKET SHARE	-0,293	0,250	-1,172	0,24201	NO SIG
MRKSHR*INV	0,097	0,051	1,886	0,06018	SIG

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,01 \leq \alpha \leq 0,15$

SIG = Signifikan ; NO SIG = Tidak Signifikan

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Leverage PMA & PMDN

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	102248.590	13	7865.276	27.743	.000
	Residual	98377.602	347	283.509		
	Total	200626.192	360			

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.714
	R Square	.510
	Adjusted R Square	.491
	Std. Error of the Estimate	16.838

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	57.770	13.725		4.209	.000
	LOGINV	-4.501	1.654	-.170	-2.722	.007
	EBITA	-.892	.111	-.404	-8.044	.000
	SIZE	1.621	2.283	.046	.710	.478
	RISKREL	.221	.214	.046	1.030	.304
	AUR	.059	.019	.153	3.102	.002
	EARNVOL	-3.238	.847	-.156	-3.823	.000
	MBVE	-.006	.004	-.068	-1.341	.181
	CVA	.120	.057	.095	2.115	.035
	TAXPAY	-.003	.008	-.014	-.368	.713
	MRKSHR	-.293	.250	-.271	-1.172	.242
	MRKINV	.097	.051	.467	1.886	.060
	DUMGROW	-21.136	2.585	-.399	-8.178	.000
	DivYld	.110	.221	.020	.499	.618

PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL INVESTASI
DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE* (2SLS)

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,6305				
R Square	0,3975				
Adjusted R Square	0,3781				
Standard Error	0,7053				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significan F</i>
Regression	11	114,2152	10,3832	20,9010	1,5318E-28
Residual	349	173,3761	0,4968		
Total	360	287,5906			
DEPENDENT VARIABLE: INVESTMENT PMA & PMDN (ALL FIRMS)					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	-0,0819	0,5601	-0,1461	0,8835	NO SIG
EBIT/A	-0,0008	0,0056	-0,1430	0,8874	NO SIG
SIZE	0,7453	0,0858	8,6778	3,3886E-12	SIG
DGROW	0,0120	0,1174	0,1025	0,9210	NO SIG
RISK	-0,0102	0,0080	-1,2750	0,2560	NO SIG
AUR	0,0010	0,0011	1,2550	0,2103	NO SIG
MVEQ	-3,06E-05	0,0002	-0,1647	0,8701	NO SIG
CVA	-0,0040	0,0024	-1,8231	0,0691	SIG
TAXPAY	0,0003	0,0003	0,6030	0,5472	NO SIG
PRED-LEVM	-0,0052	0,0035	-2,0910	0,0370	SIG
MARKET SHARE	0,0031	0,0041	0,8489	0,3961	NO SIG
MRKSHR*LEVM	4,910E-05	9,26837E-05	0,6601	0,5100	NO SIG

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,01 \leq \alpha \leq 0,15$

SIG = Signifikan ; NO SIG = Tidak Signifikan

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Investasi PMA & PMDN

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.630
	R Square	.397
	Adjusted R Square	.378
	Std. Error of the Estimate	.705

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	114.215	11	10.383	20.901	.000
	Residual	173.376	349	.497		
	Total	287.591	360			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	-.082	.560		-.146	.884
	EBITA	.000	.005	-.008	-.143	.887
	SIZE	.745	.086	.557	8.677	.000
	RISKREL	-.010	.008	-.052	-1.137	.256
	AUR	.001	.001	.068	1.255	.210
	MBVE	-3.060E-5	.000	-.009	-.164	.870
	CVA	-.004	.002	-.090	-1.823	.069
	TAXPAY	.000	.000	.025	.603	.547
	DUMGROW	.012	.117	.006	.099	.921
	LEVME	-.005	.003	-.140	-2.091	.037
	MRKSHR	.003	.004	.080	.849	.396
	MRKLEV	4.910E-5	.000	.060	.660	.510

PENYELESAIAN PERSAMAAN STRUKTURAL ORIGINAL DIVIDEN PMA &
PMDN DENGAN TEKNIK *TWO STAGES LEAST SQUARE* (2SLS)

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0,330724473				
R Square	0,109378677				
Adjusted R Square	0,096834715				
Standard Error	4,098850208				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	5	732,4736836	146,4947367	8,719627388	8,1849E-08
Residual	355	5964,203425	16,80057303		
Total	360	6696,677109			
DEPENDENT VARIABLE: DIVIDEND YIELD PMA & PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan Ho
Intercept	5,146341324	1,845766928	2,7881859	0,005585845	SIG
<i>EBIT/A</i>	0,142458788	0,023481605	6,066824979	3,3451E-09	SIG
AUR	-0,00437162	0,003649661	-1,19781613	0,231787729	NO SIG
EARNVOL	0,147245595	0,192822182	0,76363411	0,445592518	NO SIG
<i>MVEQ</i>	-0,00368081	0,0009402	-3,91491688	0,00010843	SIG
<i>PRED_INVEST</i>	-0,67372769	0,41356528	-1,62907218	0,10418475	SIG

Sumber: Data penelitian yang diolah, 2008

Catatan: Taraf nyata yang digunakan pada pengujian ini $0,01 \leq \alpha \leq 0,15$

SIG = Signifikan ; NO SIG = Tidak Signifikan

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Dividen PMA & PMDN

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.329
	R Square	.108
	Adjusted R Square	.096
	Std. Error of the Estimate	4.127

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	734.266	5	146.853	8.624	.000
	Residual	6045.089	355	17.028		
	Total	6779.355	360			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	5.211	1.863		2.798	.005
	EBITA	.143	.024	.353	6.029	.000
	AUR	-.004	.004	-.063	-1.195	.233
	EARNVOL	.147	.194	.039	.757	.450
	MBVE	-.004	.001	-.230	-3.879	.000
	LOGINV	-.689	.417	-.143	-1.650	.100

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE DENGAN DIVIDEND PMA

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.71019184				
R Square	0.50437245				
Adjusted R Square	0.46897048				
Standard Error	0.18158743				
Observations	166				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	5.16759184	0.46978108	14.2470172	1.13E-18
Residual	154	5.07799525	0.032974		
Total	165	10.2455871			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	-0.1162196	0.2544681	-0.4567159	0.64851879	NO SIG
DIVIDEND	-0.030979	0.01646628	-1.8813597	0.0617982	SIG
GROWTH	-0.0516033	0.0363517	-1.4195565	0.1577579	NO SIG
EBIT/A	-0.0110557	0.00199527	-5.5409733	1.273E-07	SIG
SIZE	0.10572625	0.0527602	2.00390156	0.0468341	SIG
RISK	0.00864428	0.00370227	2.33486218	0.0208416	SIG
AGENT (AUR)	0.00109227	0.00026906	4.05965628	7.797E-05	SIG
EARNVOL	-0.0380209	0.01202472	-3.1618937	0.0018881	SIG
MVEQUITY	6.7395E-05	0.00017458	0.38603903	0.70000056	NO SIG
CVA	-0.0021917	0.00097172	-2.255497	0.0255109	SIG
TAXPAY	0.01920453	0.03921121	0.48977127	0.62499272	NO SIG
Residu-DIVIDEND	-1.221E-07	5.1495E-08	-2.3719105	0.01893213	SIG

Keterangan: Hubungan Simultanitas antara Leverage dengan Dividend Yield PMA Signifikan pada taraf nyata $\alpha = 0.05$

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE DENGAN INVESTASI PMA

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.71116161
R Square	0.50575083
Adjusted R Square	0.46741218
Standard Error	0.18074885
Observations	166

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	5.18171421	0.47106493	15.8607003	1.97E-20
Residual	155	5.06387288	0.03267015		
Total	166	10.2455871			

DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMA

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	-0.3466844	0.23983695	-1.4455002	0.15033626	NO SIG
INVESTMENT	6.68E-07	2.13E-07	3.13975911	0.0020251	SIG
EBIT/A	-0.0123951	0.00145379	-8.5260598	1.189E-14	SIG
GROWTH	-0.0693429	0.03632019	-1.9092121	0.0580824	SIG
SIZE	0.09650648	0.04106665	2.3499965	0.0146607	SIG
RISK	0.02481069	0.00684112	3.62669793	0.000389	SIG
AGENT (AUR)	0.00089953	0.00025239	3.56402402	0.0004841	SIG
EARNVOL	-0.0388018	0.01212679	-3.1996773	0.0016649	SIG
MVEQUITY	-0.0001233	6.2203E-05	-1.9823539	0.0491848	SIG
CVA	0.00130862	0.00152172	0.85996447	0.39113678	NO SIG
TAXPAY	-1.10E-06	3.18E-07	-3.4670394	0.0006811	SIG
RESIDU-INV	-6.68E-07	2.14E-07	-3.1256123	0.0021189	SIG

Keterangan: Hubungan Simultanitas antara Leverage dengan Investasi PMA sangat signifikan.

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Leverage PMA

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.732
	R Square	.536
	Adjusted R Square	.496
	Std. Error of the Estimate	17.685

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	54916.703	13	4224.362	13.507	.000
	Residual	47539.168	152	312.758		
	Total	102455.871	165			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	20.772	17.653		1.177	.241
	LOGINV	1.852	2.386	.072	.776	.439
	DivYld	-.209	.306	-.042	-.684	.495
	EBITA	-.969	.159	-.506	-6.112	.000
	SIZE	4.149	3.517	.107	1.180	.240
	RISKREL	.510	.382	.095	1.337	.183
	AUR	.093	.026	.238	3.596	.000
	EARNVOL	-4.073	1.173	-.202	-3.474	.001
	MBVE	-.004	.007	-.047	-.575	.566
	CVA	-.092	.090	-.064	-1.018	.310
	TAXPAY	-.010	.010	-.054	-.960	.339
	DUMGROW	-15.247	4.483	-.265	-3.401	.001
	MRKSHR	.590	.322	.532	1.833	.069
	MRKINV	-.120	.069	-.524	-1.735	.085

Two-Stage Least Squares Analysis PMA (Z-SCORE)

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.732
	R Square	.536
	Adjusted R Square	.496
	Std. Error of the Estimate	.710

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	88.441	13	6.803	13.507	.000
	Residual	76.559	152	.504		
	Total	165.000	165			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	.151	.071		2.135	.034
	ZLOGINV	.072	.093	.072	.776	.439
	ZDivYld	-.042	.062	-.042	-.684	.495
	ZEBITA	-.506	.083	-.506	-6.112	.000
	ZSIZE	.107	.091	.107	1.180	.240
	ZRISKREL	.095	.071	.095	1.337	.183
	ZAUR	.238	.066	.238	3.596	.000
	ZEARNVOL	-.202	.058	-.202	-3.474	.001
	ZMBVE	-.047	.081	-.047	-.575	.566
	ZCVA	-.064	.063	-.064	-1.018	.310
	ZTAXPAY	-.054	.056	-.054	-.960	.339
	DUMGROW	-.612	.180	-.265	-3.401	.001
	ZMRKSHR	.532	.290	.532	1.833	.069
	ZMRKINV	-.524	.302	-.524	-1.735	.085

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Dividen PMA

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.331
	R Square	.109
	Adjusted R Square	.082
	Std. Error of the Estimate	4.858

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	463.930	5	92.786	3.932	.002
	Residual	3775.267	160	23.595		
	Total	4239.197	165			

Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
	B	Std. Error			
Equation 1 (Constant)	7.922	1.964		4.033	.000
EBITA	.114	.035	.293	3.216	.002
AUR	-.005	.006	-.057	-.715	.476
MBVE	-.003	.002	-.183	-1.953	.053
EARNVOL	-.168	.311	-.041	-.541	.590
LOGINV	-1.039	.409	-.198	-2.540	.012

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE VS DIVIDEN YIELD PMDN

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.64068304				
R Square	0.41047476				
Adjusted R Square	0.37098435				
Standard Error	0.17595293				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	3.98794171	0.36254016	14.3124268	1.037E-19
Residual	185	5.72749531	0.03095943		
Total	196	9.71543702			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.60773294	0.08419407	7.21823944	1.3202E-11	SIG
DIVIDEND	0.13897603	0.10755491	1.29214027	0.1979203	NO SIG
EBIT/A	-0.0375406	0.02025404	-1.8534848	0.0654053	SIG
GROWTH	0.01807302	0.03938339	0.45889952	0.64684502	NO SIG
SIZE	-0.0007045	0.00356277	-0.1977519	0.84345399	NO SIG
RISK	3.2422E+12	1.319E+13	0.24580679	0.80610429	NO SIG
AGENT (AUR)	-0.0721501	0.0499561	-1.4442691	0.1503548	NO SIG
EARNVOL	0.27752146	0.04392678	6.31781923	1.891E-09	SIG
MVEQUITY	-0.0003436	0.00191848	-0.1790951	0.85805901	NO SIG
CVA	0.00160044	0.00093066	1.71968526	0.087171	SIG
TAXPAY	5.3558E-08	4.4992E-08	1.19039579	0.23541613	NO SIG
Resid-DIVIDEN	-0.1251183	0.10740809	-1.164887	0.24556459	NO SIG
Keterangan: Hubungan Simultanitas antara Leverage PMDN dengan Dividen PMDN tidak signifikan.					

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE VS INVESTASI PMDN

Regression Statistics

Multiple R	0.74032934
R Square	0.54808753
Adjusted R Square	0.51809228
Standard Error	15.4471877
Observations	195

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	53249.0984	4840.82712	22.3158488	1.93E-28
Residual	184	43905.2718	238.615608		
Total	195	97154.3702			

DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	66.5840566	14.1947989	4.69073618	5.294E-06	SIG
LOG(INV)	-5.1793953	1.55906313	-3.3221203	0.0010776	SIG
EBIT/A	-0.9759614	0.17536151	-5.5654252	9.13E-08	SIG
AUR	-0.0291423	0.02681154	-1.0869301	0.27848953	NO SIG
EARNVOL	-0.408542	1.25449174	-0.3256634	0.74504909	NO SIG
DGROWTH	-0.0165158	0.00988321	-1.6710964	0.0963934	SIG
SIZE	2.3174971	2.17861561	1.06374759	0.28883708	NO SIG
RISK	-0.2017266	0.2694782	-0.7485822	0.4550649	NO SIG
MVEQUITY	-0.0309302	0.00562992	-5.4938936	1.295E-07	SIG
CVA	0.15976475	0.07377665	2.16551919	0.0316349	SIG
TAXPAY	0.01694801	0.01469511	1.15330938	0.25027939	NO SIG
Residu-INV	-873.20122	135.373634	-6.4503049	9.674E-10	SIG

Keterangan: Hubungan simultanitas antara Leverage PMDN vs Investasi PMDN sangat signifikan

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS LEVERAGE VS DIVIDEN PMDN					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.73267282				
R Square	0.53680947				
Adjusted R Square	0.50896741				
Standard Error	15.6814228				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	52153.3855	4741.21687	19.2805267	2.426E-25
Residual	183	45000.9847	245.90702		
Total	194	97154.3702			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	53.1921159	18.2372641	2.91667191	0.00398077	SIG
DIVIDEND	-0.4115396	2.54089717	-0.1619663	0.87151112	NO SIG
EBIT/A	-0.6238129	0.44558699	-1.39998	0.1632123	NO SIG
SIZE	-0.0007045	0.00356277	-0.1977519	0.84345399	NO SIG
DGROW	-21.384428	3.40933858	-6.2723097	2.499E-09	SIG
AUR	-0.0016565	0.02788005	-0.0594169	0.95268492	NO SIG
EARNVOL	-0.3020089	1.59516062	-0.1893282	0.8500454	NO SIG
RISK	-0.1295821	0.34332073	-0.3774374	0.70628594	NO SIG
MVEQUITY	-0.01436	0.00998282	-1.4384666	0.1520097	NO SIG
CVA	0.18796994	0.0776183	2.421722	0.016423	SIG
TAXPAY	0.01281733	0.01786854	0.71731246	0.47409591	NO SIG
Residu-DIV	1.3695427	2.55937374	0.53510852	0.59322445	NO SIG
Keterangan: Hubungan simultanitas antara Leverage PMDN vs Dividen PMDN tidak signifikan					

UJI SPESIFIKASI HAUSMAN SIMULTANITAS INVESTASI VS DIVIDEN PMDN

Regression Statistics

Multiple R	0.53448861
R Square	0.28567807
Adjusted R Square	0.24274069
Standard Error	0.71991944
Observations	195

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	11	37.9316569	3.44833245	6.6533646	2.527E-09
Residual	183	94.8459728	0.518284		
Total	194	132.77763			

DEPENDENT VARIABLE: INVESTMENT PMDN

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	4.66782647	0.83725573	5.57515025	8.7582E-08	SIG
DIVIDEND	0.49953886	0.11665021	4.28236572	2.981E-05	SIG
EBIT/A	-0.062314	0.02045648	-3.0461749	0.0026602	SIG
SIZE	2.58073283	2.59819167	0.99328039	0.32189207	NO SIG
DGROW	0.08158455	0.15651954	0.52124195	0.60282843	NO SIG
AUR	-0.0026501	0.00127995	-2.0704578	0.0398134	SIG
EARNVOL	-0.1703561	0.07323233	-2.3262423	0.0211011	SIG
RISK	-0.0516273	0.01576153	-3.2755244	0.0012615	SIG
MVEQUITY	0.00160621	0.0004583	3.50469579	0.0005748	SIG
CVA	-0.008574	0.00356338	-2.4061444	0.0171171	SIG
TAXPAY	-0.001996	0.00082033	-2.4331825	0.0159283	SIG
Residu-DIV	-0.4689188	0.11749845	-3.9908512	9.517E-05	SIG

Keterangan: Hubungan simultanitas antara Investasi vs Dividen PMDN sangat signifikan

UJI ENDOGENITAS VARIABEL INVESTASI PMDN PADA LEVERAGE PMDN (GRANGER CAUSALITY TEST)					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.75650964				
R Square	0.57230683				
Adjusted R Square	0.54113402				
Standard Error	15.0685611				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	12	55602.1097	4633.50914	22.2615305	9.4221E-30
Residual	183	41552.2606	227.061533		
Total	195	97154.3702			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	64.5755245	13.9570826	4.62672082	7.0133E-06	SIG
LOG(INV)	-6.0351967	1.53742033	-3.9255346	0.0001224	SIG
DIVIDEND	1.14157227	0.35461997	3.21914265	0.0015212	SIG
EBIT/A	-0.8132141	0.18070963	-4.500115	1.205E-05	SIG
SIZE	2.53827941	2.12731758	1.19318312	0.23434229	NO SIG
DGROW	-20.863812	3.12290226	-6.6809046	2.765E-10	SIG
EARNVOL	-0.8618618	1.23097657	-0.7001448	0.48472602	NO SIG
AUR	-0.0061812	0.02617645	-0.2361341	0.81359267	NO SIG
RISKREL	-0.2649846	0.26449675	-1.0018444	0.31774162	NO SIG
MVEQUITY	-0.0100517	0.00557328	-1.8035514	0.0729465	SIG
CVA	0.14650361	0.07208487	2.03237663	0.0435608	SIG
TAXPAY	0.00701027	0.01439459	0.48700689	0.62683626	NO SIG
PRED-INVEST	127.327556	27.520043	4.62672082	7.013E-06	SIG

Keterangan: Investasi merupakan variabel endogen. Hubungan kedua variabel tersebut adalah Kausalitas.

UJI ENDOGENITAS VARIABEL INVESTASI PADA VARIABEL DIVIDEN PMDN
(GRANGER CAUSALITY TEST)

Regression Statistics

Multiple R	0.36895601
R Square	0.13612854
Adjusted R Square	0.11327479
Standard Error	3.25281027
Observations	195

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	5	315.122431	63.0244862	5.95650964	3.854E-05
Residual	189	1999.76641	10.5807746		
Total	194	2314.88884			

DEPENDENT VARIABEL: DIVIDEND YIELD PMDN

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	-2.4331563	2.75103502	-0.8844512	0.37757643	NO SIG
LOG(INV)	0.63482637	0.32830161	1.93366817	0.0546478	SIG
EARNVOL	0.51742997	0.22843015	2.26515621	0.0246376	SIG
EBIT/A	0.11856458	0.03269978	3.62585187	0.0003703	SIG
AUR	-0.0024922	0.00421214	-0.5916608	0.55478475	NO SIG
PRED-INVEST	0.12088287	0.70530702	0.17139042	0.86410015	NO SIG

Keterangan: Investasi PMDN merupakan variabel eksogen bagi Dividen PMDN

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Leverage PMDN

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.765
	R Square	.585
	Adjusted R Square	.555
	Std. Error of the Estimate	14.929

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	56815.430	13	4370.418	19.610	.000
	Residual	40338.940	181	222.867		
	Total	97154.370	194			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	77.174	17.589		4.388	.000
	LOGINV	-9.447	2.164	-.349	-4.366	.000
	DivYld	1.027	.356	.159	2.885	.004
	EBITA	-.891	.183	-.310	-4.867	.000
	AUR	-.006	.027	-.016	-.223	.824
	EARNVOL	-.925	1.223	-.043	-.756	.450
	DGROW	-21.242	3.128	-.426	-6.790	.000
	SIZE	3.298	2.865	.099	1.151	.251
	RISKREL	-.361	.266	-.083	-1.359	.176
	MBVE	-.011	.006	-.114	-1.923	.056
	CVA	.128	.072	.108	1.771	.078
	TAXPAY	.008	.014	.028	.564	.574
	MRKSHR	-.844	.400	-.806	-2.110	.036
	MRKINV	.189	.084	.882	2.257	.025

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Investasi PMDN

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.554
	R Square	.307
	Adjusted R Square	.266
	Std. Error of the Estimate	.709

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	40.786	11	3.708	7.376	.000
	Residual	91.992	183	.503		
	Total	132.778	194			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	.948	.854		1.110	.268
	EBITA	.004	.009	.034	.419	.676
	DGROW	-.267	.163	-.145	-1.634	.104
	SIZE	.659	.123	.537	5.362	.000
	RISKREL	-.001	.011	-.008	-.121	.904
	AUR	4.777E-5	.001	.003	.039	.969
	MBVE	.000	.000	-.080	-1.046	.297
	CVA	-.003	.003	-.059	-.748	.455
	TAXPAY	.000	.001	.018	.288	.773
	LEVME	-.013	.004	-.342	-3.289	.001
	MRKSHR	-.005	.006	-.139	-.826	.410
	MRKLEV	9.342E-5	.000	.121	.780	.436

Two-Stage Least Squares Analysis Struktural Original Dividen PMDN

Model Summary

Equation 1	Multiple R	.419
	R Square	.176
	Adjusted R Square	.154
	Std. Error of the Estimate	3.150

ANOVA

		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Equation 1	Regression	399.846	5	79.969	8.057	.000
	Residual	1875.819	189	9.925		
	Total	2275.665	194			

Coefficients

		Unstandardized Coefficients		Beta	t	Sig.
		B	Std. Error			
Equation 1	(Constant)	-1.988	2.667		-.745	.457
	EBITA	.162	.034	.365	4.773	.000
	AUR	-.003	.004	-.054	-.767	.444
	EARNVOL	.550	.221	.165	2.485	.014
	MBVE	-.004	.001	-.251	-3.539	.001
	LOGINV	.694	.605	.166	1.147	.253

LAMPIRAN E: PENGUJIAN MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL

UJI <i>AUTOREGRESSIVE ERROR TERM</i> MODEL TARGET LEVERAGE PMA & PMDN BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.106307417				
R Square	0.011301267				
Adjusted R Square	0.008547231				
Standard Error	11.83440751				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	574.7124947	574.7124947	4.103529871	0.04353306
Residual	359	50279.09923	140.0532012		
Total	360	50853.81173			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.001183657	0.622863827	0.001900346	0.9984848	NO SIG
<i>Residu t-1</i>	-0.10632435	0.052487264	-2.02571713	0.04353306	SIG
Keterangan: Bentuk <i>autoregressive</i> dalam <i>error term</i> pada model dinamis signifikan					

UJI <i>AUTOREGRESSIVE ERROR TERM</i> MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL PMA & PMDN BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE (MODEL FAMA & FRENCH)					
<i>Regression Statistics</i>					
R Square	0.010528829				
Adjusted R Square	0.007772642				
Standard Error	11.82170049				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	533.8647747	533.8647747	3.820070361	0.05141799
Residual	359	50171.18429	139.7526025		
Total	360	50705.04906			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.00125611	0.622195095	0.002018836	0.998390325	NO SIG
<i>Residu t-1</i>	-0.10262989	0.052509538	-1.95450003	0.05141799	SIG
Keterangan: Bentuk <i>autoregressive</i> dalam <i>error term</i> pada model dinamis signifikan.					

UJI AUTOREGRESSIVE ERROR TERM MODEL DINAMIS LEVERAGE PMA & PMDN
 MARKET SHARE SEBAGAI VARIABEL MODERATOR
 BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.028355461				
R Square	0.000804032				
Adjusted R Square	-0.00197924				
Standard Error	11.78288476				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	40.10702749	40.10702749	0.288879827	0.591272251
Residual	359	49842.25802	138.8363733		
Total	360	49882.36505			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.000240445	0.620151991	0.000387719	0.99969086	NO SIG
Residu t-1	-0.02835813	0.052761728	-0.53747542	0.591272251	NO SIG

Keterangan: Bentuk *autoregressive* dalam *error term* pada model dinamis tidak signifikan

UJI AUTOREGRESSIVE ERROR TERM MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL PMA
 BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE

<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.102171199				
R Square	0.010438954				
Adjusted R Square	0.007682516				
Standard Error	11.66936978				
Observations	361				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	515.7077259	515.7077259	3.787117966	0.05242846
Residual	359	48886.53463	136.1741912		
Total	360	49402.24236			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	0.302456316	0.614349041	0.492319993	0.622794081	NO SIG
Residu t-1	-0.10217249	0.052502448	-1.94605189	0.05242846	SIG

Keterangan: Bentuk *autoregressive* dalam *error term* pada model dinamis signifikan

TEKNIK COCHRANE-ORCUTT UNTUK PENYELESAIAN DAN PENGUJIAN MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL PMA BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.914867163				
R Square	0.836981926				
Adjusted R Square	0.827577037				
Standard Error	11.18000212				
Observations	166				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	9	100112.5887	11123.62097	88.99434481	7.7171E-57
Residual	156	19498.8218	124.9924475		
Total	165	119611.4105			
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	14.34243221	11.24687012	1.275237649	0.204121003	NO SIG
<i>EBIT/At-1</i>	-0.24612130	0.148680642	-1.65536879	0.099860065	SIG
<i>MVEQt-1</i>	0.00668773	0.007298965	0.916257342	0.360946178	NO SIG
<i>CVAAt-1</i>	-0.06461302	0.068169841	-0.94782413	0.344684925	NO SIG
<i>SIZEt-1</i>	1.900818363	2.213811374	0.858618031	0.391868643	NO SIG
<i>LOG(INV)t-1</i>	-3.16772458	1.317944043	-2.40353496	0.017410772	SIG
<i>DEPR/At-1</i>	-0.03329260	0.426445547	-0.07806999	0.937872423	NO SIG
<i>DIV/MVEt-1</i>	-0.02695153	0.01651467	-1.63197517	0.104701726	SIG
<i>INVCAPt-1</i>	0.014807851	0.376030513	0.039379386	0.968638266	NO SIG
<i>LEVMT-1</i>	0.850120362	0.044021366	19.31153985	3.29402E-43	SIG

TEKNIK COCHRANE-ORCUTT UNTUK PENYELESAIAN DAN PENGUJIAN MODEL DINAMIS STRUKTUR MODAL PMDN BASED ON MARKET VALUE OF LEVERAGE					
<i>Regression Statistics</i>					
Multiple R	0.866564436				
R Square	0.750933923				
Adjusted R Square	0.738817194				
Standard Error	12.55109464				
Observations	195				
ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	9	87866.24751	9762.91639	61.97497516	3.8143E-51
Residual	185	29143.04568	157.5299767		
Total	194	117009.2932			
DEPENDENT VARIABLE: MARKET VALUE OF LEVERAGE PMDN (Period t)					
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	Penolakan H0
Intercept	14.55312634	8.971529373	1.622145538	0.106475141	SIG
<i>EBIT</i> / <i>A</i> _{<i>t</i>-1}	-0.21114879	0.095644552	-2.20764054	0.028498913	SIG
<i>MVEQ</i> _{<i>t</i>-1}	0.008156162	0.004302613	1.895630185	0.059568056	SIG
<i>CVA</i> _{<i>t</i>-1}	-0.08191524	0.027508752	-2.97778825	0.003292253	SIG
<i>SIZE</i> _{<i>t</i>-1}	0.454013869	0.112364651	4.040540007	7.8113E-05	SIG
LOG(INV) _{<i>t</i>-1}	-1.01696830	1.269803335	-0.80088646	0.424224735	NO SIG
DEPR/ <i>A</i> _{<i>t</i>-1}	-0.00738181	0.095623016	-0.07719699	0.938550261	NO SIG
DIV/ <i>MVE</i> _{<i>t</i>-1}	0.506652803	1.066632041	0.475002422	0.635345535	NO SIG
INVCAP _{<i>t</i>-1}	-0.50326480	1.066202924	-0.47201596	0.637471662	NO SIG
<i>LEV</i> _{<i>M</i><i>t</i>-1}	0.961494694	0.046293294	20.76963221	3.13922E-50	SIG

**LAMPIRAN F:
PENGUJIAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
INVESTASI DAN UTILISASI AKTIVA**

ANALISIS DIAGRAM JALUR *ALL FIRMS* GAMBAR 4.3

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.054 ^a	.003	-.003	4.31860538

a. Predictors: (Constant), AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	4.531	1.213		3.736	.000		
	LOG(INV)	-.261	.255	-.054	-1.023	.307	.997	1.003
	AUR	.000	.004	-.010	-.192	.848	.997	1.003

Dependent Variable: DivYld

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.166 ^a	.028	.019	2.337651

a. Predictors: (Constant), DivYld, AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	60.871	6.692		9.096	.000		
	LOG(INV)	-3.674	1.383	-.139	-2.658	.008	.994	1.006
	AUR	-.031	.020	-.080	-1.538	.125	.997	1.003
	DivYld	-.348	.286	-.064	-1.216	.225	.997	1.003

Dependent Variable: LEVM

ANALISIS DIAGRAM JALUR *ALL FIRMS* GAMBAR 5.1

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.055 ^a	.003	.000	.8936909468342 32

a. Predictors: (Constant), AUR

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4.367	.099		43.917	.000
	AUR	.000	.001	-.055	-1.040	.299

Dependent Variable: LOG(INV)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.054 ^a	.003	-.003	4.318605380895 316E0

a. Predictors: (Constant), LOG(INV), AUR

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4.531	1.213		3.736	.000
	AUR	.000	.004	-.010	-.192	.848
	LOG(INV)	-.261	.255	-.054	-1.023	.307

Dependent Variable: DivYld

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.166 ^a	.028	.019	2.337651209535 941E1

a. Predictors: (Constant), DivYld, AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	60.871	6.692		9.096	.000		
	AUR	-.031	.020	-.080	-1.538	.125	.997	1.003
	LOG(INV)	-3.674	1.383	-.139	-2.658	.008	.994	1.006
	DivYld	-.348	.286	-.064	-1.216	.225	.997	1.003

Dependent Variable: LEVM

ANALISIS DIAGRAM JALUR PMA GAMBAR 4.5.A

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.225 ^a	.051	.039	4.969

a. Predictors: (Constant), AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	48.899	10.022		4.879	.000
	LOG(INV)	-2.258	2.050	-.088	-1.101	.272
	AUR	.018	.030	.046	.597	.551
	DivYld	-.727	.391	-.148	-1.858	.065

Dependent Variable: LEVM

ANALISIS DIAGRAM JALUR PMA GAMBAR 5.2

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.225 ^a	.051	.039	4.969

a. Predictors: (Constant), LOG(INV), AUR

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	9.197	1.873		4.911	.000
	AUR	-.002	.006	-.023	-.305	.761
	LOG(INV)	-1.168	.400	-.223	-2.920	.004

Dependent Variable: DivYld

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.161 ^a	.026	.008	2.481865502971061E1

a. Predictors: (Constant), DivYld, AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	48.899	10.022		4.879	.000
	AUR	.018	.030	.046	.597	.551
	LOG(INV)	-2.258	2.050	-.088	-1.101	.272
	DivYld	-.727	.391	-.148	-1.858	.065

Dependent Variable: LEVM

ANALISIS DIAGRAM JALUR PMDN GAMBAR 4.5.B

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.207 ^a	.043	.033	3.39730

a. Predictors: (Constant), LOG(INV), AUR

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.010	1.436		-.703	.483
	AUR	.000	.004	.006	.078	.938
	LOG(INV)	.866	.298	.207	2.909	.004

Dependent Variable: DivYld

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.330 ^a	.109	.095	2.128616127543 275E1

a. Predictors: (Constant), DivYld, AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	81.070	9.009		8.999	.000		
	AUR	-.081	.026	-.213	-3.093	.002	.981	1.020
	LOG(INV)	-7.565	1.906	-.280	-3.969	.000	.939	1.065
	DivYld	.794	.452	.123	1.757	.081	.957	1.045

Dependent Variable: LEVM

ANALISIS DIAGRAM JALUR PMDN GAMBAR 5.3

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.207 ^a	.043	.033	3.39730

a. Predictors: (Constant), LOG(INV), AUR

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1.010	1.436		-.703	.483		
	AUR	.000	.004	.006	.078	.938	.981	1.020
	LOG(INV)	.866	.298	.207	2.909	.004	.981	1.020

Dependent Variable: DivYld

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.330 ^a	.109	.095	2.128616127543 275E1

a. Predictors: (Constant), DivYld, AUR, LOG(INV)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	81.070	9.009		8.999	.000		
	AUR	-.081	.026	-.213	-3.093	.002	.981	1.020
	LOG(INV)	-7.565	1.906	-.280	-3.969	.000	.939	1.065
	DivYld	.794	.452	.123	1.757	.081	.957	1.045

Dependent Variable: LEVM