ADLN - Perpustakaan Universitas Airlangga

TESIS

ANALISIS SIMULTAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRESPEKTIF KONFLIK KEAGENAN

MENGGUNAKAN METODE *TWO-STAGE LEAST SQUARES*

TE 26 ...
H...
3

O L E H :
USWATUN HASANAH
NIM : 090114375-M

PROGRAM STUDI ILMU MANAJEMEN

PASCASARJANA

U N I V E R S I T A S A I R L A N G G A

SURABAYA

2005

PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

TESIS

ANALISIS SIMULTAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRESPEKTIF KONFLIK KEAGENAN

MENGGUNAKAN METODE *TWO-STAGE LEAST SQUARES*

Program Studi Ilmu Manajemen
Konsentrasi Manajemen Keuangan
Dosen Pembimbing Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE

Oleh :

USWATUN HASANAH
NIM : 090114375-M

PROGRAM PASCASARJANA
U N I V E R S I T A S A I R L A N G G A
SURABAYA
2005

ANALISIS SIMULTAN ANTARA KEPEMILIKAN MANAJERIAL, RISIKO, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PRESPEKTIF KONFLIK KEAGENAN

MENGGUNAKAN METODE *TWO-STAGE LEAST SQUARES*

TESIS

Untuk Memperoleh Gelar Magister
Dalam Program Studi Ilmu Manajemen
Pada Program Pascasarjana Universitas Airlangga

Oleh :

USWATUN HASANAH
NIM : 090114375-M

PROGRAM PASCASARJANA
U N I V E R S I T A S A I R L A N G G A
SURABAYA
2005

Lembar Pengesahan

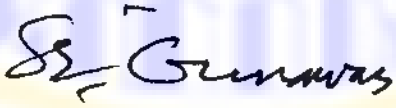
TESIS INI TELAH DISETUJUI
TANGGAL 17 MARET 2006

Oleh :

Dosen Pembimbing

Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE
NIP. 130 604 268

Mengetahui,
Ketua Program Studi Ilmu Manajemen



Dr. Sri Gunawan, M.Com

UCAPAN TERIMA KASIH

Puji dan syukur kehadirat Allah SWT Yang Maha Pengasih lagi Maha Penyayang atas Rahmat dan Karunia-Nya sehingga penulisan Tesis ini dapat terselesaikan dengan baik. Penulis menyampaikan ucapan terima kasih kepada yang terhormat:

1. Rektor Universitas Airlangga Surabaya, atas kesempatan yang diberikan pada saya untuk mengikuti pendidikan Pascasarjana di Universitas Airlangga Surabaya.
2. Prof. Dr. Laba Mahaputra, drh, MSc., selaku Assisten Direktur Bidang Akademik Program Pascasarja Universitas Airlangga Surabaya yang telah memberikan kesempatan kepada saya untuk dapat menyelesaikan tesis ini.
3. DR. Sri Gunawan, MCom., selaku Ketua Program Studi Ilmu Manajemen yang selalu memberi dorongan, semangat kepada saya dalam menyelesaikan tesis ini.
4. Prof. DR. H. Amiruddin Umar, SE., selaku dosen pembimbing yang dengan tulus ikhlas bersedia meluangkan waktu, tenaga dan pikiran serta perhatian yang tinggi memberi dorongan, bimbingan dan arahan mulai dari proposal sampai penyusunan tesis ini.
5. Bapak H. Ahmad Masuni, SE, MM selaku Kepala Bagian Keuangan Sekretariat Daerah Kabupaten Sumenep yang telah memberikan kemudahan bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini.

6. Kepada Alm. Bapak dan Ibu tercinta yang tidak sempat nanda balas kasih dan sayangnya, yang tersayang Mas Sidik, Mbak Nurul, Mas Ahmad, Mbak Dina serta Bang Jogi yang selau memberi dorongan semangat sampai tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.
7. Ketua Tim dan Anggota Tim Penguji Tesis yang telah memberikan pemecahan, saran dan masukan yang bermanfaat guna penyempurnaan tesis ini.
8. Teman-teman IMAN Angk. Th 2001 (Bunda Handri, Resti, Mbak Juli, Mbak Rini dan semuanya yang tidak tercantum) yang telah memberikan dukungan sehingga tesis ini dapat terselesaikan dengan baik.

Akhir kata dengan iringan doa semoga Allah SWT memberikan ilmu yang bermanfaat dan kebijakan kepada penulis. Semoga tesis ini bermanfaat bagi penulis dan bagi semua pihak yang berkepentingan.

Surabaya, Juli 2005

Penulis

RINGKASAN

Pendelegasian pengelolaan perusahaan dari pemegang saham sebagai pemilik perusahaan kepada manajer (*agent*) menyebabkan manajer seringkali bertindak tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga berpotensi menimbulkan konflik keagenan di antara keduanya. Oleh sebab itu, digunakan beberapa mekanisme untuk mengontrol konflik keagenan tersebut, antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, serta memperhitungkan tingkat risiko.

Penelitian ini menguji simultanitas antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 1999-2002. Dalam penelitian ini dilakukan analisis mengenai: (1) pengaruh positif risiko terhadap kepemilikan manajerial, (2) pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap risiko dalam mendukung *wealth transfer effect hypothesis,* (3) pengaruh nagatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang, (4) pengaruh negatif kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen, serta (5) pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, dengan menggunakan teknik analisis *Two-Stage Least Square* (2-SLS) untuk menguji simultanitas yang terjadi di antara ketiga kebijakan tersebut dengan memperhitungkan tingkat risiko yang dihadapi perusahaan.

Variabel yang diteliti terdiri dari empat variabel endogen, yaitu: kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, serta tujuh variabel eksogen, yaitu: ROA, tingkat pertumbuhan perusahaan, *operating leverage*, ukuran perusahaan, total nilai ekuitas perusahaan, investasi dan kepemilikan institusional. Berdasarkan hasil analisis, disimpulkan bahwa: (1) risiko secara parsial tidak mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial, serta (2) kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap risiko yang disebabkan tipe kepemilikan manajerial di Indonesia terkonsentrasi (*closely held*), serta struktur kepemilikan saham perusahaan yang *listing* di BEJ tersebut tidak banyak berubah sejak mereka melakukan *initial public offerings*, sehingga perubahan risiko tidak menyebabkan perubahan yang signifikan pada kepemilikan manajerial juga sebaliknya; (3) kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, menunjukkan bahwa kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan tidak mendasarkan pada persentase kepemilikan manajerial di perusahaan; (4) kebijakan dividen secara parsial mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, karena bagi perusahaan yang telah menetapkan dividen tinggi, kebijakan tersebut menyebabkan perusahaan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam proporsi kecil, akibatnya perusahaan mengurangi penggunaan hutang karena memiliki dana internal sedikit untuk membayar hutang; (5) kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen karena sebagian besar perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pihak manajer dengan kepemilikan di atas rata-rata membagikan dividen dengan persentase juga di atas rata-rata; (6) Tidak terjadi simultanitas di antara variabel-variabel kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang serta kebijakan dividen disebabkan struktur kepemilikan manajerial di Indonesia yang terkonsentrasi, sedangkan permasalahan utama yang terjadi pada kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

SUMMARY

Delegating the company management from the shareholders as the owner of the company to the manager (agent) frequently causes the manager act not in conformity with the shareholders' interest, so that it is potential to establish the agency conflict between both. Therefore, several mechanisms are applied to control the aforesaid agency conflict, and one of them is by increasing the managerial ownership, debt policy, dividend policy and calculating level of risk.

This research tests the simultaneity between the managerial ownership, risk, debt policy and dividend policy of the manufacturing industry listing at the *Jakarta Stock Exchange* during the period 1999-2002. In this research, some analyses are conducted concerning with: (1) The positive influence of risk upon the managerial ownership. (2) The positive influence of managerial ownership upon the risk of supporting *the wealth transfer effect hypothesis*. (3) The negative influence of managerial ownership upon the debt policy. (4) The negative influence of debt policy upon the dividend policy, and (5) The negative influence of managerial ownership upon dividend policy by using the *Two-Stage Least Square* (2-SLS) as the analytical technique to test the simultaneity occurring among those three policies with considering the level of risk.

The investigated variables consist of four endogenous variables, namely: managerial ownership, risk, debt policy and dividend policy; and seven exogenous variables, namely: ROA, company's growth, operating leverage, size, total equity value, investment and institutional ownership. Based on the output of analysis, it is concluded that: (1) The risk partially does not have significant positive influence to the managerial ownership. (2) The managerial ownership partially does not have significant positive effect to the risks caused by the type of concentrated (closely held) managerial ownership in Indonesia, and the structure of shareholding of the company listing at the said Jakarta Stock Exchange does not change so much since they executed the *initial public offerings*, so that the change in risk does not cause the significant change in managerial ownership, and neither does the contrary. (3) The managerial ownership partially does not have significant negative influence to the debt policy. This indicates that the debt policy taken by the company is not based on the percentage of managerial ownership at the company. (4) The dividend policy partially has significant negative influence to the debt policy, since for the company that has already set up high dividend, such policy causes the company allocating its profits on the retained earning in small proportion. Consequently, the company reduces the debt use, since it has only little internal fund to pay the debt. (5) The managerial ownership partially does not have significant negative influence to the dividend policy, because most of the companies whose shares are owned by the managers with the ownership above the average will distribute the dividend with the percentage also above the average. (6) No simultaneity occurs among the variables of managerial ownership, risks, debt policy, and dividend policy caused by the structure of concentrated managerial ownership in Indonesia, meanwhile the main problem occurring at the concentrated managerial ownership is the conflict between the major and the minor shareholders.

ABSTRACT

Analysis on Simultaneity between Managerial Ownership, Risk, Debt Policy and Dividend Policy in Perspective of Agency Conflict (Using the Two-Stage Least Square Method)

By:
Uswatun Hasanah
Student Registered No. 090114375-M

The shareholder as the owner of the company delegates management of the company to the manager (agent), so that it creates a difference of interest between both of them the so-called *'Agency Conflict'*. The costs issued by the shareholders to settle the agency conflict is called *'Agency Cost'*. In agency theory, there are several mechanisms to control the agency cost, and one of them is by increasing the managerial ownership, debt policy, dividend policy and calculating the level of risk. The previous research states that there is a simultaneity between managerial ownership, level of risk, debt policy, and dividend policy in which those four policies mutually influence each other. Further, this research views the difference in ownership characteristic between the company in Indonesian which is closely held (concentrated) and the company in United States with dispersed ownership.

This research tests the simultaneity in relationship between the managerial ownership, level of risk, debt policy and dividend policy occurring at the manufacturing industry in *Jakarta Stock Exchange* during the period 1999-2002. To investigate the simultaneity occurring among those four policies, the *Two-Stage Least Square* (2-SLS) as the analytical technique is applied in order to produce the consistent and non-bias parameter.

Output of analysis indicates that no simultaneity occurs among those four policies under investigation, since the ongoing test produces non-significant estimation. Only the dividend policy has the influence upon the debt policy resulting the significant negative coefficient, but not for the contrary. Such a condition is caused by the structure of concentrated managerial ownership in Indonesia, so that the function of those four policies in reducing the conflict of agency is not so successful. The reason is that the main problem occurring at the concentrated company ownership is the conflict between the majority and the minority shareholders.

Key-Words: Agency theory, managerial ownership, risk, debt policy, dividend policy.

DAFTAR ISI

Halaman.

Sampul Depan i
Sampul Dalam ii
Prasyarat Gelar iii
Lembar Pengesahan iv
Ucapan Terima Kasih v
Ringkasan vii
Summary viii
Abstraksi ix
DAFTAR ISI x
DAFTAR TABEL xiii
DAFTAR GAMBAR xiv
DAFTAR LAMPIRAN xv

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar belakang Masalah 1
1.2. Rumusan Masalah 5
1.3. Tujuan Penelitian 6
1.4. Manfaat Penelitian 6
1.5. Sistematika Tesis 7

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Tinjauan Penelitian Sebelumnya 9
2.2. Teori Keagenan 11
2.3. Struktur Kepemilikan Perusahaan di Indonesia 13
2.4. Mekanisme Pengawasan dalam Mengurangi Konflik Keagenan 15
2.4.1. Kebijakan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan 16
2.4.2. Tingkat risiko dalam kerangka pengontrolan terhadap konflik keagenan 22

2.4.3. Kebijakan hutang dalam mengurangi konflik keagenan 25
2.4.4. Kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan 28
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN
3.1. Kerangka Konseptual 32
3.2. Hipotesis Penelitian 33
BAB IV METODE PENELITIAN
4.1. Model Analisis 34
4.2. Identifikasi Variabel 35
4.3. Definisi Operasional Variabel 36
4.3.1. Kepemilikan manajerial 36
4.3.2. Risiko 36
4.3.3. Kebijakan hutang 37
4.3.4. Kebijakan dividen 37
4.3.5. Total nilai ekuitas 38
4.3.6. ROA 38
4.3.7. Pertumbuhan perusahaan 39
4.3.8. Operating leverage 39
4.3.9. Ukuran perusahaan 40
4.3.10. Kepemilikan institusional 40
4.3.11. Investasi 41
4.4. Jenis dan Sumber Data 41
4.5. Prosedur Pengumpulan Data 42
4.6. Prosedur Penentuan Sampel 42
4.7. Teknik Analisis 43
4.7.1. Mengembangkan Persamaan Simultan 43
4.7.2. Merumuskan Model Dengan Melakukan Uji Identifikasi Model 43
4.7.3. Menentukan Metode Estimasi Model Persamaan Simultan Yang Tepat 44

4.7.4. Melakukan Proses Estimasi Model Dengan Metode Estimasi 2SLS 45
4.7.5. Menguji Model Dari Sistem Persamaan Simultan Secara Statistik 46
4.7.6. Melakukan Uji Diagnostik Terhadap Asumsi Klasik Model 54

BAB V ANALIS HASIL PENELITIAN

5.1. Gambaran Obyek Penelitian 58
5.1.1 Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta 58
5.2. Deskripsi Hasil Penelitian 61
5.3. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis 64
5.3.1. Persamaan Kepemilikan Manajerial (OWN) 67
5.3.2. Persamaan Risiko (RISK) 68
5.3.3. Persamaan Kebijakan Hutang (DEBT) 69
5.3.4. Persamaan Kebijakan Dividen (DIV) 71

BAB VI PEMBAHASAN

6.1. Persamaan Kepemilikan Manajerial 77
6.2. Pembahasan Persamaan Risiko 80
6.3. Pembahasan Persamaan Kebijakan Hutang 86
6.4. Pembahasan Persamaan Kebijakan Dividen 90
6.5. Simultanitas Antara Variabel Endogen 97

BAB VII KESIMPULAN DAN SARAN

7.1. Kesimpulan 99
7.2. Saran 101

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR TABEL

Halaman.

Tabel 4.1	: Pengujian Identifikasi Persamaan	44
Tabel 5.1	: Perkembangan BEJ Periode 1999 – 2002	59
Tabel 5.2	: Deskripsi Data Penelitian Tahun 1999 – 2002	61
Tabel 5.3	: Sampel Yang Dikeluarkan Dari Penelitian	62
Tabel 5.4	: Deskripsi Data Penelitian Setelah Sampel Yang Ekstrim Dikeluarkan	62
Tabel 5.5	: Ringkasan Hasil Regresi Model Dengan Two-Stage Least Square (2-SLS) Tahap I	65
Tabel 5.6	: Ringkasan Hasil Regresi Model Dengan Two-Stage Least Square (2-SLS) Tahap II	66
Tabel 5.7	: Ringkasan Hasil Uji Chi-Kuadrat	73
Tabel 5.8	: Ringkasan Hasil Uji Multikolinieritas	74
Tabel 5.9	: Ringkasan Hasil Uji Multikolinieritas (setelah dilakukan *Difference*)	75
Tabel 5.10	: Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi	75
Tabel 5.11	: Ringkasan Hasil Uji Asumsi Homoskedastis	76
Tabel 6.1	: Kepemilikan Manajerial dan Risiko Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002	81
Tabel 6.2	: Dividen, Ukuran Perusahaan, Fixed Asset dan Risiko Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002	84
Tabel 6.3	: Kepemilikan Institutional dan Kebijakan Hutang Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002	89
Tabel 6.4	: Dividen, Kepemilikan Manajerial, Hutang, Risiko dan Investasi Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002	91
Tabel 6.5	: Tingkat Pertumbuhan dan Kebijakan Dividen Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002	96

DAFTAR GAMBAR

Halaman.

Tabel 3.1 : Kerangka Konseptual Usulan Penelitian 32

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 : Data Nama Perusahaan Sampel Periode 1999 – 2002

Lampiran 2 : Jumlah Saham Beredar, Closing Price, Manajerial Ownership dan Institutional Ownership Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002

Lampiran 3 : Earning Before Interest & Tax, Earning Per Share, Dividen Per Share, Fixed Asset, Total Asset, dan Long Term Debt Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002

Lampiran 4 : DEBT, DIV, VAL, ROA, GRHT, FIXED, SIZE, INV Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002

Lampiran 5 : Harga Saham Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002

Lampiran 6 : Risiko Sistematik Perusahaan Sampel Tahun 1999 – 2002

Lampiran 7 : Deskriptif dan Grafik Scatter Perusahaan Sampel Sebelum Sampel Ekstrim Dikeluarkan

Lampiran 8 : Descriptive Statistic, Hasil Regresi Tahap I, Hasil Regresi Tahap II

Lampiran 9 : Uji Rank – Spearman Correlation, Uji Chi-Square

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Dalam menghadapi perkembangan bisnis pemilik menghadapi permasalahan yang berkaitan dengan pengelolaan perusahaan. Pada kondisi ini pemilik tidak dapat mengelola sendiri dan mendelegasikan pada pihak kedua untuk bertanggung jawab mengelola perusahaan. Keputusan ini menyebabkan terjadi pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan antara pemilik sebagai *principal* dan manajer sebagai agen (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian menyebabkan manajer bertindak tidak sesuai dengan keinginan *principal*. Dalam melaksanakan tugas manajerial, manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan *principal* di dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Manajer membebankan biaya kepada perusahaan, sehingga mengurangi keuntungan dan pembayaran dividen. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan disebut sebagai konflik keagenan.

Pemilik harus mengendalikan konflik keagenan untuk menghindari permasalahan yang mengganggu kemajuan perusahaan di masa mendatang. Permasalahan keagenan ditelusuri dari beberapa kondisi, seperti penggunaan aliran kas bebas (*free cash flow*) pada aktivitas yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986), peningkatan kekuasaan manajer dalam melakukan *over investment* dan *consumption of excessive perquisites* (Bhatala *et al.*, 1994), atau disebabkan oleh perbedaan keputusan investasi antara investor dan manajer. Investor memilih

risiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi sedangkan manajer memilih risiko rendah untuk mempertahankan posisi atau sebaliknya di dalam perusahaan

Pada perusahaan besar konflik keagenan terjadi pada hubungan antara: (1) pemegang saham dan manajer, (2) pemegang saham dan kreditur (Brigham *et al.*, 1999: 16). Biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya keagenan meliputi pengeluaran *monitoring*, pengeluaran *bonding* dan *residual loss*. Pengeluaran *monitoring* adalah biaya yang dikeluarkan oleh *principal* untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer. Pengeluaran *monitoring* antara lain membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan atau membayar asuransi untuk melindungi *asset* perusahaan. Pengeluaran *bonding* adalah biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan, sedangkan *residual loss* adalah biaya yang timbul karena *principal* merasa kehilangan kenyamanan, sebagai akibat terjadinya penyimpangan antara yang diharapkan dengan yang diputuskan oleh agen.

Dalam teori keagenan terdapat beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran dividen, penggunaan hutang dan memperhitungkan tingkat risiko (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen *et al.*, 1992; Chen dan Steiner, 1999). Selain itu, kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Pada beberapa penelitian kepemilikan institusional digunakan sebagai variabel eksogen atau kontrol

terhadap kepemilikan manajerial. Penggunaan kepemilikan institusional untuk mengurangi konflik keagenan ini disebabkan manajer tidak dapat mempengaruhi persentase saham yang dimiliki oleh insitusi, tetapi kepemilikan institusional berpengaruh dalam menentukan kepemilikan manajerial maupun penggunaan hutang (Bathala *et al.*, 1994; Moh'd *et al.*, 1998). Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga seperti asuransi, bank atau institusi lain. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajer diawasi secara optimal dan terhindar dari perilaku oportunis. Dengan melibatkan kepemilikan institusional, manajer bertindak sesuai keinginan pemegang saham sehingga mengurangi biaya keagenan.

Dalam memahami mekanisme pengontrolan konflik keagenan terjadi pengaruh substitusi atau kausal negatif antara variabel dependen dengan variabel independen. Penelitian Chen dan Steiner (1999) membuktikan hubungan interdependensi antara kepemilikan manajerial dengan risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pengaruh substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial dengan kepemilikan institusional dapat mengurangi konflik keagenan. Selain itu, penelitian tersebut membuktikan bahwa pengaruh komplementer antara kepemilikan manajerial dengan risiko atau sebaliknya dapat mengurangi konflik keagenan. Berdasarkan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) ini, peneliti tertarik untuk meneliti kembali berbagai kebijakan yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan tersebut jika diterapkan di Indonesia.

Dalam melakukan penelitian ini, peneliti melakukan modifikasi dari penelitian Chen dan Steiner (1999). Penelitian ini menggunakan persamaan simultan untuk menguji hubungan interdependensi pada kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Penelitian ini mencoba membuktikan pengaruh substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang, substitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen dan substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen. Selain itu penelitian ini mencoba membuktikan pengaruh komplementer antara kepemilikan manajerial dengan risiko dan pengaruh komplementer antara risiko dengan kepemilikan manajerial.

Penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya (Chen dan Steiner: 1999; Jensen *et al.*, 1992, Crutchley dan Hansen, 1989). Variabel eksogen yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: *equity value, firm size, fixed asset, return on asset* (*ROA*), *institutional ownership, investment* dan *growth*. Beberapa variabel tidak digunakan karena tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia. Dalam penelitian ini tingkat risiko tidak dinilai secara non-linier seperti pada penelitian Demsetz dan Lehn (1985) tetapi dipertimbangkan secara linier terhadap kepemilikan manajerial. Selain itu perkembangan pasar modal di Indonesia tidak seperti kondisi pasar modal dalam penelitian Chen dan Steiner (1999). Pasar modal Indonesia dikelompokkan sebagai *emerging capital market*, schingga berpeluang terjadi perbedaan dari teori keagenan.

Berdasarkan pemahaman dari penelitian Jensen (1986), Crutchley dan Hansen (1989), Jensen *et al.* (1992), Saunders *et al.* (1990), Chen dan Steiner (1999), penelitian ini menggunakan persamaan simultan untuk menguji hubungan

interdependensi antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Selain itu, penelitian ini mencoba membuktikan pengaruh substitusi dan komplementer pada variabel dependen.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan pada penelitian sebelumnya, maka rumusan masalah adalah :

1. Apakah risiko mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan ?
2. Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap risiko dalam mendukung *wealth transfer effect hypothesis* meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan?
3. Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan ?
4. Apakah kebijakan hutang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan?
5. Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berkaitan dengan penjelasan sebelumnya maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah risiko mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.
2. Untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap tingkat risiko meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.
3. Untuk mengetahui apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.
4. Untuk mengetahui apakah kebijakan hutang mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.
5. Untuk mengetahui pengaruh substitusi antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini berguna untuk meningkatkan pengetahuan mengenai mekanisme pengontrolan masalah keagenan melalui kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, serta penggunaan variabel kontrol pada keempat variabel dependen. Informasi yang dihasilkan dari penelitian ini

diharapkan dapat membantu pihak perusahaan, investor, calon investor maupun kalangan akademisi dalam memahami mekanisme untuk mengurangi konflik keagenan. Selain itu, hasil penelitian dapat digunakan sebagai bahan acuan pada analisis selanjutnya.

1.5. Sistematika Tesis

BAB I : PENDAHULUAN

Pada bab ini dijelaskan tentang latar belakang permasalahan, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika .

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Pada bab ini dipaparkan hasil-hasil penelitian sebelumnya mengenai masalah keagenan dan beberapa mekanisme yang digunakan dalam mengurangi konflik keagenan tersebut, serta teori-teori yang relevan dengan penelitian ini.

BAB III : KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

Pada bab ini dirumuskan kerangka konseptual penelitian serta hipotesis yang akan dibuktikan dalam penelitian.

BAB IV : METODE PENELITIAN

Pada bab ini diuraikan mengenai model analisis, identifikasi variabel serta definisi operasional variabel penelitian, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, prosedur penentuan sampel, serta teknik analisis data.

BAB V: ANALISIS HASIL PENELITIAN

Pada bab ini diuraikan mengenai data-data hasil penelitian yang diperoleh setelah dilakukan pengujian secara statistik terhadap variabel-veriabel yang diteliti guna membuktikan hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya.

BAB VI: PEMBAHASAN

Pada bab ini dipaparkan penalaran hasil penelitian baik secara teoritis maupun empiris, perbandingan antara temuan penelitian dengan hasil penelitian sebelumnya dan konsekuensi serta pengembangannya di masa yang akan datang, juga pemahaman terhadap keterbatasan penelitian yang dilakukan.

BAB VII: KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab bagian kesimpulan dirumuskan sintetis dari pembahasan, sedangkan pada bagian saran berisi implikasi hasil penelitian terhadap ilmu pengetahuan dan penggunaan praktis, serta saran bagi penelitian selanjutnya sebagai hasil pemikiran peneliti atas keterbatasan penelitian yang dilakukan.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Penelitian Crutchley dan Hansen (1989) menggunakan kepemilikan manajerial, *leverage* dan dividen dalam mengontrol konflik keagenan. Penelitian ini menguji pengaruh ketiga kebijakan tersebut dan mempertimbangkan lima karakteristik, yaitu *earning volatility, advertising and R&D expense, floatation cost, diversification loss* dan *firm size* terhadap biaya keagenan. Penelitian Crutchley dan Hansen (1989) tersebut menggunakan regresi linier untuk menguji kelima karakteristik pada ketiga kebijakan perusahaan. Penelitian ini merupakan awal pengembangan ketiga mekanisme secara keseluruhan, yaitu kepemilikan manajerial, *leverage* dan dividen dalam mengontrol masalah keagenan. Hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, *leverage* dan kebijakan dividen secara simultan dapat mengendalikan konflik keagenan.

Penelitian Jensen *et al.* (1992) mengembangkan penelitian sebelumnya dengan menggunakan persamaan silmultan 3SLS pada kebijakan kepemilikan manajerial, hutang dan dividen untuk mengontrol konflik keagenan. Ketiga kebijakan tersebut merupakan variabel endogen, sedangkan variabel eksogen terdiri dari *business risk, profitability, R&D expenses, fixed assets, growth, investment, firm's size* dan *number of divisions.* Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi memilih dividen dan hutang pada level rendah. Selain itu, pengaruh variabel kontrol *growth, profitability* dan *investment spending* pada kebijakan hutang dan dividen mendukung *pecking order hypothesis.*

Menurut Bathala *et al.* (1994), peningkatan *institutional holding* menyeimbangkan kebutuhan hutang dan kepemilikan manajerial untuk mengurangi biaya keagenan. Pada kondisi *equilibrium*, kepemilikan institusional yang semakin besar berhubungan terbalik dengan proporsi hutang dan kepemilikan manajerial. Proporsi ini diteliti secara empiris dengan menggunakan dua persamaan simultan. Persamaan *debt* diukur dengan menggunakan variabel *earning volatility, non-debt tax shield, expenditure in non-tangiable asset, asset growth, institutional holding* dan *managerial ownership*. Persamaan *managerial ownership* diukur dengan menggunakan variabel *stock return volatility, advertising* dan R&D *expense, asset growth, firm size, institutional holding* dan *debt ratio*. Hasil penelitian menyatakan bahwa tingkat kepemilikan institusional yang tinggi menyebabkan tingkat rasio hutang dan kepemilikan manajerial yang rendah.

Chen dan Steiner (1999), melakukan pengujian secara simultan dengan metode 2SLS non-linier pada empat kebijakan dalam mengatasi masalah keagenan, yaitu kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *risk taking*. Hasil penelitian ini yaitu: (1) kepemilikan manajerial membantu memecahkan konflik keagenan antara pemegang saham eksternal dan manajer, (2) menunjukkan ada pengaruh substitusi monitoring antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi memicu terjadinya biaya keagenan hutang.

Tandelilin dan Wilberforce (2002) melakukan modifikasi dari penelitian Crutchley dan Hansen (1989); Jensen *et al.*(1992); Chen dan Steiner (1999). Penelitian mereka dilakukan dengan melibatkan 63 perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta pada tahun 1997. Penelitian tersebut dilakukan secara simultan dengan menggunakan analisis 3SLS pada kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Hasilnya menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial, tetapi hubungan yang sama tidak terjadi antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial. Penelitian ini menyimpulkan bahwa penyelesaian masalah keagenan ekuitas dengan menggunakan kebijakan hutang dapat memicu masalah baru, yaitu masalah keagenan hutang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Cructhley dan Hansen (1989).

2.2 Teori Keagenan

Pemilik menghadapi masalah dalam mengelola perusahaan, sehingga diperlukan pendelegasian tugas kepada manajer. Pengalihan wewenang menyebabkan manajer harus mengelola dan mengambil keputusan atas nama perusahaan. Menurut Harianto dan Sudomo (1998:58), *agency theory* menjelaskan hubungan antara pemberi kerja dan penerima amanah untuk melaksanakan pekerjaan. Pemberi kerja yang disebut *principal* akan memberikan hak pada orang lain yang disebut sebagai agen untuk menjalankan haknya. Kedua belah pihak diikat oleh kontrak yang menyatakan hak dan kewajiban masing-masing.

Pada *agency theory,* yang dimaksud *principal* adalah pemegang saham, sedangkan agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam mewujudkan kontrak kerja yang dimaksudkan, pemegang saham menyediakan fasilitas dan dana untuk kebutuhan operasi perusahaan. Di lain pihak, agen

ADLN - Perpustakaan Universitas Airlangga

sebagai pengelola perusahaan (manajer) mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanahkan oleh para pemegang saham (*principal*), yaitu meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Sebagai imbalannya, manajer akan memperoleh gaji, bonus dan berbagai kompensasi lainnya.

Akan tetapi, dalam kenyataannya manajer sebagai pengelola perusahaan tidak selalu memaksimumkan kemakmuran pemegang saham, melainkan cenderung meningkatkan kesejahteraan manajer sendiri. Manajer mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku ini disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan tidak suka menanggung risiko (*risk averse*) (Harianto dan Sudomo, 1998: 62). Keterbatasan sifat manusia ini menyebabkan pemegang saham dan manajer saling mencari peluang untuk menguntungkan diri sendiri atas biaya satu pihak. Bila kondisi ini yang terjadi, maka konflik antara manajer dan pemegang saham akan muncul. Lebih lanjut, Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan atau sering disebut sebagai *the separation of the decision-making and risk-beating functions of the firm* tersebut menyebabkan manajer relatif tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Akibatnya, manajer sebagai pengambil keputusan di dalam perusahaan yang tidak menanggung risiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif dalam rangka kepentingan mereka, seperti peningkatan gaji dan status. Akibat adanya masalah keagenan, perusahaan terpaksa menanggung

PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

biaya keagenan (*agency cost*), yaitu biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan pemilik (Emery & Finnerty, 1997: 272).

Untuk mengatasi *agency problems* dan mengurangi *agency cost*, diperlukan suatu mekanisme pengawasan, sehingga dapat menyatukan kepentingan-kepentingan antara manajer sebagai pengambil keputusan dan pemegang saham sebagai penanggung risiko.

2.3. Struktur Kepemilikan Perusahaan di Indonesia

Struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia berbeda jika dibandingkan dengan pasar modal yang sudah berkembang di mana penelitian tentang teori keagenan sebagian besar dilakukan. Pada pasar modal Amerika Serikat dan Eropa, pemisahaan antara kepemilikan manajerial dan fungsi pengawasan merupakan bentuk *corporate governance* yang dominan, dan kondisi ini sangat berbeda dengan di Indonesia. Sebagian besar perusahaan yang *listing* di BEJ merupakan perusahaan dengan fungsi manajerial dan kontrol penuh dari keluarga atau individu, terutama perusahaan yang dimiliki oleh keturunan Cina (Wilberforce, 2000). Kepemilikan manajerial oleh pihak keluarga yang dominan menyebabkan keputusan yang dibuat oleh manajemen tidak terlalu berada di luar kehendak pemegang saham, yang secara teoritis mengandung arti bahwa kepentingan manajemen dengan pemilik saham hampir sama. Oleh sebab itu, pada perusahaan di Indonesia banyak ditemukan anggota keluarga yang memiliki persentase kepemilikan saham terbesar seringkali juga memegang posisi manajemen kunci. Selain itu, perlu juga diketahui bahwa struktur kepemilikan saham perusahaan-perusahaan yang *go public* ini tidak mengalami perubahan yang berarti sejak

perusahaan-perusahaan tersebut melakukan *initial public offerings*. Lebih jauh, terdapat juga sejumlah besar saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau *block holders*. Beberapa dari institusi ini ternyata berafiliasi dengan perusahaan, sedangkan publik hanya memegang sebagian kecil dari saham perusahaan yang tersisa.

Husnan (2001) membedakan karakteristik perusahaan menjadi dua, yaitu: (1) perusahaan dengan kepemilikan sangat menyebar (*dispersed ownership*), dan (2) perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi (*closely held*). Pada tipe perusahaan yang *dispered ownership*, masalah keagenan yang sering timbul adalah antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Berdasarkan uraian sebelimnya, maka masalah ini yang paling sering dijumpai di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar di NYSE (*New York Stock Exchange*). Pada tipe perusahaan yang *closely held* timbul dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling shareholders* (pemegang saham mayoritas) dan *minority shareholders* (pemegang saham minoritas). Karakteristik inilah yang banyak dijumpai pada perusahan-perusahaan di Indonesia (konglomerat) dan di Korea (*chaebol*). Pihak manajemen diangkat dan diberhentikan oleh *controlling shareholders*, sehingga *controlling shareholders* juga bertindak sebagai dewan dewan direksi dan manajemen, maka masalah keagenan yang terjadi antara *controlling party* dan manajemen tidak serius, akan tetapi konflik keagenan yang timbul terutama terjadi antara *controlling shareholders* dan *minority shareholders*.

2.4. Mekanisme Pengawasan dalam Mengurangi Konflik Keagenan

Untuk mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan beberapa cara, seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran dividen, penggunaan hutang dan memperhitungkan tingkat risiko. (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen *et. al*., 1992; Chen dan Steiner, 1999). Selain itu, dapat pula digunakan *institutional investor* sebagai *monitoring agent*. Moh'd *et al.* (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham di antara pemegang saham dari luar (*outside shareholders*), yaitu *institutional investor* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi *agency cost*. Pengurangan ini disebabkan karena kepemilikan saham oleh pihak luar (*outside shareholder*) merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang keberadaan manajemen, sehingga konsentrasi atau penyebaran *power* relevan dalam mengontrol konflik keagenan. Adanya kepemilikan oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. Peranan *institutional ownership* dalam mengurangi konflik keagenan juga diungkapkan oleh Bathala *et al.* (1994) yang menyatakan bahwa kepemilikan saham oleh institusi merupakan *monitoring agent* penting yang memainkan peranan secara aktif dan konsisten dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Pendekatan lainnya adalah melalui *labor market controls, capital control* dan ancaman *takeover* (Mester, 1998), seperti dikutip Faisal (2000). Dalam *labor market control*, pemberian kompensasi kepada *insiders* dikaitkan dengan kinerja

dan nilai saham perusahaan. Manajer yang mempunyai kinerja baik akan mendapatkan kompensasi yang lebih baik dan lebih mudah mendapatkan pekerjaan yang lain jika keluar dari perusahaan tersebut. Sebaliknya, manajer dengan kinerja buruk akan kesulitan mendapatkan pekerjaan, khususnya jika perusahaan tersebut diambil alih oleh perusahaan lain. Pendapat yang sama juga dikemukaan oleh Emery & Finnerty (1997: 271), bahwa pemberian kompensasi seperti *executive option plan* dapat memotivasi para manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Pendekatan *capital market control* dilakukan melalui rapat umum pemegang saham. Pengawasan melalui ancaman *takeover* akan mendisiplinkan manajer dalam bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Sebagai konsekuensinya, manajer yang berkinerja buruk akan tersingkir jika *takeover* terjadi.

2.4.1. Kebijakan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan

Masalah keagenan tidak sepenuhnya diatasi melalui kebijakan insentif tetapi diperlukan kebijakan baru melalui peningkatan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah bagian kepemilikan saham biasa perusahaan oleh *insider*. *Insider* adalah semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijakan perusahaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dari dalam perusahaan. Besley dan Brigham (2000: 646) mendefinisikan *insider* sebagai pejabat perusahaan, para direksi, pemegang saham utama dan semua pihak yang mempunyai informasi dari dalam perusahaan atas operasi perusahaan. Sementara Reilly (1995: 242) mendefinisikan insider sebagai para pejabat perusahaan, anggota dewan direksi, dan para pemilik lebih dari 10%

atau lebih surat berharga ekuitas. Menurut penjelasan pasal 95 UU RI No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan bahwa yang dimaksud *insider* adalah:

a. Komisaris, direktur, atau pegawai emiten atau perusahaan publik.
b. Pemegang saham utama emiten atau perusahaan publik.
c. Orang perorangan yang karena kedudukannya atau profesinya atau karena hubungannya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan untuk memperoleh informasi dari dalam.

Dalam penelitian ini, definisi *insider* didasarkan pada point (a) dan (b) penjelasan Pasal 95 UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal.

Peningkatan kepemilikan manajerial digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Crutchley dan Hansen, 1989; Jensen *et al.*, 1992). Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham, sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatkan persentase kepemilikan, manajer termotivasi meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, apabila persentase kepemilikan manajerial kecil, manajer terfokus pada pengembangan kapasitas atau ukuran perusahaan. Tujuan manajer melakukan tindakan ini yaitu untuk mempertahankan posisi manajerial dari ancaman *hostile takeover*, meningkatkan status, kekuasaan, gaji, atau memberi kesempatan berkembang bagi manajer bawah dan menengah. Sebagai konsekuensi tindakan tersebut, manajer menitikberatkan pada masalah insentif dan cenderung mengambil tindakan yang bersifat *perquisite of consumption* (Brigham, 1995: 18).

Pada kepemilikan menyebar masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Masalah ini dijumpai pada perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar di *New York Stock Exchange*. Kepemilikan saham sebesar 5% menyebabkan kekuasaan pemegang saham kecil dan menyerahkan kepada manajer. Sebagai konsekuensinya manajer menuntut kompensasi tinggi, sehingga meningkatkan biaya keagenan. Pada kondisi ini konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Sebaliknya, pada kepemilikan terkonsentrasi masalah keagenan disebabkan oleh hubungan antara pemegang saham dan kreditur. Masalah ini dijumpai pada perusahaan di Indonesia dan Korea. Pada kepemilikan terpusat terdapat dua kelompok pemegang saham, yaitu *controlling majority stockholder* dan *minority stockholder*. Manajer diangkat dan diberhentikan oleh *controlling majority stockholder*, sehingga menunjukkan kinerja baik bagi pemegang saham. Kondisi ini memperkecil biaya keagenan ekuitas tetapi menimbulkan biaya keagenan baru yaitu biaya keagenan hutang (Husnan, 2000).

Namun, peningkatan persentase kepemilikan manajerial untuk mengurangi biaya keagenan hanya dapat dilakukan sampai pada suatu titik optimum sebelum terjadinya *managerial entrenchment*. Setelah titik optimum tercapai, maka biaya keagenan akan meningkat lagi seiring peningkatan kepemilikan manajerial. Morck *et al* seperti yang dikutip oleh Sumitro (2004: 17) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi menyebabkan *outside shareholders* mengalami kesulitan untuk mengontrol tindakan manajer. Dengan tingkat kepemilikan manajerial yang sangat tinggi, manajer memiliki hak suara yang besar, sehingga manajer mempunyai kekuasaan yang cukup untuk melakukan apa yang menjadi

tujuannya tanpa harus merasa takut mendapatkan sanksi dari *outside shareholders*.

Crutchley *et al* (1999) menyatakan bahwa jika *managerial entrenchment* terjadi, maka biaya keagenan yang harus dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham akan meningkat.

Risiko merupakan indikator ketidakstabilan harga saham dan *return* yang diterima oleh pemegang saham. Pihak internal (*insider*) memiliki informasi mengenai kinerja dan risiko perusahaan, sehingga pada saat menghadapi peningkatan risiko, pihak internal mengendalikan persentase kepemilikan saham dalam jumlah kecil atau sebaliknya. Menurut Damsetz dan Lehn (1985), hubungan antara risiko dengan kepemilikan manajerial membentuk dua pengaruh, yaitu risiko berpengaruh positif dan negatif terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan yang beroperasi pada pasar berisiko tinggi mengalami kesulitan dalam memonitor kondisi eksternal, sehingga manajer meningkatkan nilai kepemilikan saham untuk mengawasi kondisi internal. Bagi manajer yang *risk aversion*, hubungan risiko tinggi dengan kepemilikan manajerial berubah menjadi negatif. Pada tingkat risiko tinggi, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham dan membatasi *supply* kepemilikan manajerial. Manajer melakukan diversifikasi dengan persyaratan mendapat *expected rate of return* lebih besar dibandingkan dengan insentif yang diterima dari peningkatan risiko (Demsetz dan Lehn, 1985).

Menurut Crutchley dan Hansen (1989); Jensen *et al.* (1992), terdapat hubungan positif antara risiko dengan kepemilikan manajerial, kendatipun hasil

penelitian Jensen *et al.* (1992) menyatakan tidak signifikan. Penelitian Crutchley dan Hansen (1989) menghasilkan estimasi positif dan signifikan. Hubungan ini terjadi pada manajer yang *risk seeker*. Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen dan jumlah hutang tetapi meningkatkan kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan manajerial berarti mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemilik atau pemegang saham, sehingga bertanggungjawab terhadap kinerja perusahaan. Sebaliknya, menurut Bathala *et al.* (1994), pada saat menghadapi *return* saham yang berfluktuasi (*high volatility*) manajer sedikit melibatkan kekayaan pribadi dalam kepemilikan saham perusahaan. Pada kondisi ini manajer melakukan diversifikasi kekayaan secara optimal pada kesempatan investasi lain, sehingga menurunkan risiko. Penelitian Damsetz dan Lehn (1985) melakukan pemisahan kedua tingkat risiko, sedangkan penelitian Crutchley dan Hansen (1989); Jensen *et al.* (1992); Bathala *et al.* (1994) tidak memisahkan antara risiko tinggi dan rendah.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial. Sebaliknya, menurut Chen dan Steiner (1999), hutang memiliki hubungan kausal terbalik dengan kepemilikan manajerial. Hubungan kausalitas ini menunjukkan adanya hubungan substitusi antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial dalam mengurangi konflik keagenan. Penggunaan hutang tinggi meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga manajer mengurangi proporsi kepemilikan saham. Pada kondisi ini diperlukan pembatasan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi masalah keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*.

Hubungan antara dividen dengan kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (*free cash flow*) (Jensen, 1986). Melalui

hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial, sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh substitusi antara kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara: (1) Menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas, sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan (Jensen, 1986). (2) Meningkatkan dividen untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal. Perusahaan diawasi oleh tim pengawas pasar modal atau kreditur, sehingga manajer termotivasi mempertahankan atau meningkatkan kinerja. (Crutchley dan Hansen, 1989). (3) Meningkatkan dividen untuk memuaskan sebagian *stockholder* yang menyukai dividen besar atau penganut *the bird in the hand theory* (Brigham, *et al.*, 1999: 469). Peningkatan dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal dalam jumlah sedikit, sehingga manajer memilih melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan.

Besarnya kepemilikan manajerial dipengaruhi juga oleh kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas. Persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Peningkatan persentase kepemilikan institusional meningkatkan pengawasan dan pengendalian terhadap prilaku *opportunistic* manajer, sehingga manajer bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham (Bathala *et al.*, 1994).

Menurut Chen dan Steiner (1999), hubungan antara *total equity value* dengan *manajerial ownership* merupakan hubungan terbalik karena manajer tidak diperbolehkan memiliki persentase tinggi atas ekuitas. Lebih lanjut, Chen dan Steiner (1999) menjelaskan bahwa perusahaan besar cenderung mengarahkan

diversifikasi kekayaan secara optimal untuk membatasi kepemilikan ekuitas bagi manajer. Pembatasan kepemilikan bertujuan untuk mengurangi risiko, tetapi sebagai konsekuensinya manajer kehilangan kekuasaan dalam mengontrol perusahaan. Selain itu, dengan menjadi pemegang saham mayoritas, manajer cenderung menahan laba daripada membayar dividen (Rozeff, 1982) atau membayar hutang (Friend dan Lang, 1988). Selanjutnya, Crutchley dan Hansen (1989) menambahkan bahwa untuk mengendalikan biaya keagenan pada perusahaan besar ditempuh dengan cara manajer mengurangi kepemilikan manajerial tetapi meningkatkan dividen dan *leverage*. Oleh sebab itu, kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas pada penelitian ini dijadikan sebagai variabel eksogen untuk mengontrol kepemilikan manajerial.

2.4.2. Tingkat risiko dalam kerangka pengontrolan terhadap konflik keagenan

Kepemilikan manajerial merupakan kekuatan monitor internal yang penting dan diargumentasikan sebagai determinan risiko (Chen dan Steiner, 1999). Dalam memahami hubungan antara kepemilikan manajerial dengan risiko dijelaskan melalui pengaruh struktur kepemilikan terhadap penerimaan risiko (*risk taking*). Penelitian Galai dan Masulis (1976) serta Saunders *et al.* (1990) menemukan hubungan kausal positif antara kepemilikan manajerial dengan risiko sesuai dengan hipotesis transfer kekayaan (*wealth transfer effect hypothesis*). Pada tingkat risiko tinggi, manajer sebagai investor berani mengambil risiko (*risk seeker*), sehingga memilih proyek berisiko tinggi untuk mendapatkan *return* tinggi. Dalam menghadapi tingkat risiko tinggi manajer bekerja sama dengan

pihak kreditur, sehingga terjadi transfer kekayaan dari kreditur ke pemegang saham. Lebih lanjut, Black dan Scholes (1973); Galai dan Masulis (1976); Sounders *et al.* (1990) menyatakan bahwa mekanisme ini dapat mengatasi konflik keagenan ekuitas tetapi pada tingkat kepemilikan manajerial tinggi memicu konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hubungan ini dijelaskan melalui kepemilikan *call option*. Ketiga peneliti tersebut menyatakan bahwa saham yang dimiliki oleh manajer dianggap sebagai *call option*. Harga pelaksanaan opsi (*exercise price*) sama dengan tingkat penggunaan hutang dan meningkat sesuai dengan peningkatan nilai perusahaan. Harga terendah opsi dibatasi oleh nilai nol. Nilai opsi meningkat sesuai dengan peningkatan risiko perusahaan. Berdasarkan pemahaman ini, manajer yang memiliki saham besar menginginkan nilai opsi yang tinggi, sehingga meningkatkan risiko perusahaan. Dalam menghadapi risiko tinggi manajer membagi risiko dengan *bondholder* sehingga terjadi transfer kekayaan dari *bondholder* kepada *stockholder*.

Sebaliknya, Chen *et al.* (1998) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan penerimaan risiko. Penelitian ini menyimpulkan bahwa pada tingkat risiko tinggi manajer berperilaku *risk aversion*, sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer memilih mengalihkan kekayaan pribadi pada investasi atau pada lembaga keuangan.

Hubungan antara hutang dengan risiko dapat dijelaskan melalui *financial leverage* (Chen dan Steiner, 1999). Perusahaan menggunakan *financial leverage* (hutang) untuk mendanai sebagian besar aktiva. Kebijakan hutang berhubungan positif dengan risiko, sehingga peningkatan hutang meningkatkan risiko finansial.

PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA

Peningkatan risiko finansial berarti menimbulkan konflik, sehingga diperlukan pengaturan terhadap penggunaan hutang untuk mengurangi konflik keagenan.

Menurut Venkatesh (1989), dividen memiliki hubungan kausal negatif dengan risiko. Berdasarkan *dividend signalling theory*, peningkatan dividen memberi sinyal positif mengenai peningkatan aliran kas di masa mendatang. Informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham. Peningkatan permintaan saham menyebabkan harga saham mengalami peningkatan dan relatif stabil. Tingkat stabilitas harga saham dicerminkan oleh tingkat fluktuasi *return* saham yang relatif rendah dan kondisi ini menunjukkan tingkat risiko yang rendah. Menurut Aharony dan Swary (1980), dividen memiliki korelasi positif dengan *return* saham. Peningkatan dividen menyebabkan harga saham meningkat, sedangkan pemotongan dividen menyebabkan harga saham menurun. Berdasarkan penjelasan ini, peningkatan dividen mencerminkan kinerja yang baik, sehingga harga saham meningkat. Harga saham yang tinggi dan relatif stabil menunjukkan tingkat risiko yang relatif rendah. Menurut Linter (1956), dividen tinggi memiliki kandungan informasi mengenai profit di masa yang akan datang. Perusahaan dalam menentukan dividen tinggi harus memiliki keyakinan terhadap kenaikan profit secara permanen (Brook *et al.*, 1998). Tindakan ini bertujuan untuk menghindari pemotongan dividen. Pemotongan dividen dapat menurunkan harga saham, sehingga berpengaruh negatif terhadap penilaian kinerja perusahaan.

Size berhubungan negatif dengan risiko, sehingga semakin besar jumlah aset perusahaan menyebabkan semakin kecil risiko (Chen dan Steiner, 1999). Dengan memiliki aset pada skala besar, perusahaan seharusnya melakukan diversifikasi pada berbagai unit bisnis untuk mengurangi risiko. Sebaliknya,

perusahaan yang tidak melakukan diversifikasi secara optimal akan menghadapi risiko tinggi.

Penggunaan *fixed asset* memiliki hubungan positif dengan risiko. Variabel *fixed asset* digunakan sebagai proksi pengukuran *operating leverage* (Saunders *et al.*, 1990; Chen *et al.*, 1998). Pada kondisi *cateris paribus*, peningkatan *operating leverage* menyebabkan penurunan keuntungan, sehingga meningkatkan risiko. Oleh sebab itu, *size* dan *fixed asset* digunakan sebagai variabel eksogen untuk mengontrol tingkat risiko.

2.4.3. Kebijakan hutang dalam mengurangi konflik keagenan

Peningkatan penggunaan *debt financing* bermanfaat dalam rangka mengurangi *total equity financing* sehingga dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976; Jensen, 1986; Crutchley dan Hansen, 1989; Chen dan Steiner, 1999). Jensen (1986) juga menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga akan menghindari investasi yang sia-sia. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Adanya kewajiban tersebut menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba, sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang.

Hutang tidak hanya menyamakan kepentingan manajer dan pemegang saham, tetapi juga meningkatkan risiko kebangkrutan dan kehilangan pekerjaan. Risiko-risiko tersebut akan memaksa manajer untuk mengurangi pengeluaran yang tidak perlu, sehingga dapat meningkatkan efisiensi perusahaan (Grosman

dan Hart, 1982). Lebih jauh, para kreditur akan melakukan pengamatan secara ekstensif dan memonitor kinerja perusahaan untuk menentukan kelangsungan hidup perusahaan tersebut. Tindakan kreditur ini tentu saja akan memotivasi para manajer untuk berkinerja lebih baik guna menarik para kreditur (Tandelilin dan Wilberforce, 2002).

Menurut Friend dan Lang (1988), kepemilikan manajerial memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan hutang. Pada kepemilikan manajerial tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*. Selanjutnya, Friend dan Lang (1988); Friend dan Hasbrouck (1987) menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko finansial. Selain itu dijelaskan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi seharusnya memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* tinggi. Rendahnya *equity agency cost* serta tingginya *debt agency cost* ini disebabkan insentif yang diberikan kepada manajer disejajarkan dengan pemilik daripada dengan kreditur. Kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan peningkatan biaya keagenan hutang, sehingga manajer mengurangi penggunaan hutang. Dalam menentukan kuantitas hutang, manajer mempertimbangkan kemungkinan ancaman *leverage buy out (LBO's)*. (Brigham, 1995: 18).

Pada sisi lain, Kim dan Sorenson (1986) menyatakan adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan hutang. Hubungan ini ditelaah dari *demand* dan *supply hypothesis*. Dalam *demand hypothesis* dijelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh *insider* atau perusahaan tertutup menggunakan

hutang dalam jumlah besar untuk mendanai perusahaan. Dengan kepemilikan besar pihak *insider* mempertahankan efektivitas kontrol terhadap perusahaan. Dalam *supply hypothesis* dijelaskan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh *insider* memiliki *debt agency cost* kecil, sehingga meningkatkan penggunaan hutang. Berdasarkan hipotesis ini disimpulkan bahwa perusahaan tertutup memiliki *debt agency cost* rendah, sehingga cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar.

Menurt Ravit (1988), risiko memiliki hubungan negatif terhadap hutang. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan mengurangi kuantitas penggunaan hutang dari berbagai tingkat bunga. Pengurangan penggunaan hutang dilakukan untuk menghindari *financial distress*. Tindakan mengurangi penggunaan hutang dapat memperkecil risiko kebangkrutan dan pada akhirnya mengurangi konflik keagenan.

Dividen memiliki hubungan kausal negatif dengan kebijakan hutang (Jensen *et al.*, 1992). Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar hutang. Pengurangan proporsi keuntungan perusahaan dalam bentuk dividen dapat mengurangi konflik keagenan antara *stockholder* dan *bondholder*. Hubungan kausal negatif antara dividen dengan hutang menunjukkan terjadi substitusi pada kedua kebijakan. Penggunaan hutang tinggi diikuti dengan pembayaran dividen rendah atau sebaliknya (Jensen, 1986).

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Dengan meningkatkan kepemilikan institusional berarti tindakan manajer dalam menggunakan hutang diawasi oleh pemegang saham eksternal. Pengawasan ini menyebabkan manajer menggunakan hutang pada tingkat rendah untuk

mengantisipasi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan (Bathala *et al.*, 1994).

Menurut Myers dan Majluf (1984), terdapat hubungan negatif antara profitabilitas (ROA) dengan hutang berkaitan dengan hipotesis *pecking order*. Dengan profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi hutang dan mengutamakan penggunaan dana internal sebagai biaya investasi. Sebaliknya, menurut De Angelo dan Masulis (1980), dengan menggunakan hutang perusahaan menerima penghematan pajak (*tax saving*) yang tinggi, sehingga mengatasi kemungkinan kebangkrutan dan *financial distress*. Dalam prakteknya, meskipun mendapat kesempatan penghematan pajak, perusahaan harus menjaga tingkat hutang yang rendah.

Menurut Moh'd *et al.*, (1998); Bathala *et al.*, (1994), terdapat hubungan negatif antara variabel *growth* dengan kebijakan hutang. Perusahaan pada tingkat pertumbuhan rendah mengindikasikan penurunan profitabilitas perusahaan. Pada kondisi ini perusahaan meningkatkan penggunaan hutang untuk membiayai perusahaan. Oleh sebab itu, kepemilikan institusional, ROA dan *growth* dijadikan sebagai variabel eksogen dalam mengontrol kebijakan hutang perusahaan.

2.4.4. Kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan

Masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme pembayaran dividen (Rozeff, 1982). Dividen berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd *et al.* (1995) dengan pembayaran dividen, pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka, sehingga akan mengurangi konflik. Selain itu, *dividend payout ratio* (DPR) yang besar menyebabkan rasio

laba ditahan kecil dan perusahaan menambah dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa, komisi sekuritas dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga mengurangi biaya keagenan. Sebagai konsekuensi dari tindakan ini perusahaan menanggung biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru (*floating cost*) (Crutchley dan Hansen, 1989).

Menurut Rozeff (1982), kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian besar pemegang saham menyukai dividen tinggi akan menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal, sehingga kinerja perusahan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini mengurangi konflik keagenan. Selanjutnya, Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil, sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah yang besar.

Menurut Kale dan Noe (1990), dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Perusahaan yang memiliki aliran kas stabil membayar dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang memiliki aliran kas tidak stabil. Aliran kas yang tidak stabil menunjukkan peningkatan tingkat risiko yang ditanggung oleh perusahaan. Berdasarkan penjelasan ini, dividen digunakan sebagai sinyal atas risiko yang sistematik maupun tidak sistematik. Pada tingkat risiko tinggi perusahaan membagi dividen dalam jumlah kecil karena sebagian dialokasikan pada laba ditahan. Alokasi keuntungan ini digunakan sebagai sumber internal bagi kepentingan pertumbuhan. Keputusan menetapkan dividen kecil pada tingkat risiko tinggi dapat memperkecil konflik keagenan.

Menurut Jensen *et al.* (1992), terdapat hubungan kausal negatif atau substitusi antara tingkat hutang dan dividen. Penggunaan hutang tinggi menyebabkan perusahaan menurunkan pembayaran dividen dan sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Sebaliknya, penggunaan hutang rendah menyebabkan perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, sehingga menghasilkan profit secara tepat untuk membayar dividen. Peningkatan dividen memberi kesempatan kepada perusahaan untuk mengeluarkan saham baru di pasar modal sebagai substitusi dari penggunaan hutang.

Myers dan Majluf (1984) menambahkan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki kesempatan investasi, sehingga menghadapi dua pilihan antara membayar dividen atau *capital expenditure*. Alternatif ini menyebabkan perusahaan yang memiliki perkembangan pesat membagi dividen dalam jumlah kecil dan sebagian besar laba digunakan untuk biaya investasi.

Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan ROA tinggi membagi dividen dalam jumlah kecl, karena keuntungan dialihkan sebagai laba ditahan dan digunakan sebagai sumber internal (Jensen *et al.*, 1992). Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah, sehingga peningkatan profitabilitas diikuti dengan peningkatan pembayaran dividen. Oleh sebab itu, profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran dividen.

Tingkat pertumbuhan (*growth*) suatu perusahaan yang tinggi dapat ditangkap sebagai isyarat atau sinyal prediksi laba masa depan yang tinggi pula. Peluang pertumbuhan yang diinginkan perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkannya. Ada kecenderungan untuk membayar dividen dengan tingkat rendah atau menahan laba untuk ditanam kembali dalam proyek-proyek perusahaan bagi perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi. Rozef (1982); Dempsey dan Laser (1992) dalam Abdullah (2001) serta Jensen *et al.* (1992) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan yang negatif signifikan antara pertumbuhan dan pembayaran dividen. Oleh sebab itu, investasi, ROA dan *growth* dijadikan variabel eksogen untuk mengontrol kebijakan hutang perusahaan.

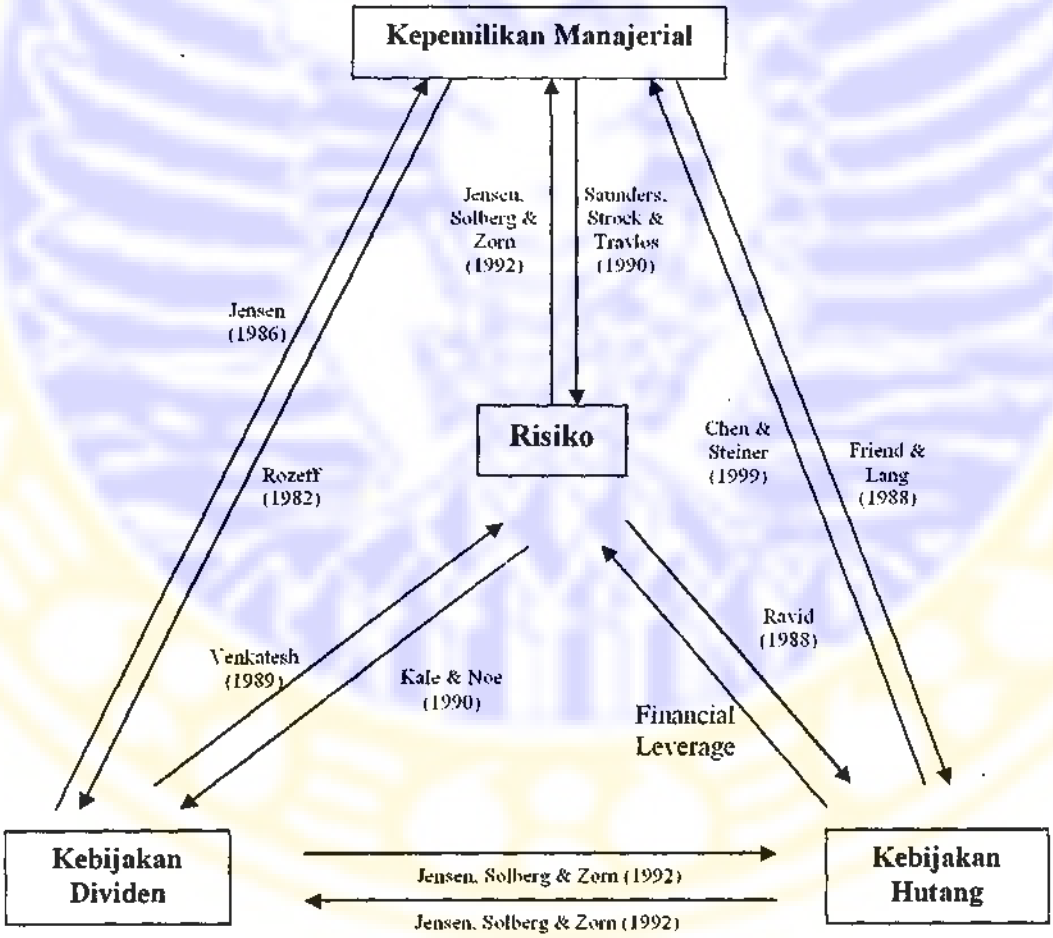
BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS PENELITIAN

3.1. Kerangka Konseptual.

Berdasarkan penjabaran dari berbagai literatur yang digunakan sebagai acuan penelitian ini, maka penelitian ini mengadopsi penelitian Chen dan Steiner (1999) dalam mengkaji hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan risiko digambarkan sebagai berikut:

Gambar III.1.
Kerangka Konseptual Usulan Penelitian



Sumber: Chen dan Steiner (1999).

3.2. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah, permasalahan, tujuan penelitian, landasan teori serta kerangka konseptual guna menelaah adanya endogenitas antara kepemilikan manajerial, penerimaan risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, diajukan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1: Risiko mempunyai pengaruh terhadap kepemilikan manajerial, meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.

H2: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap risiko sesuai dengan hipotesis *wealth transfer effect,* meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.

H3: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H4: Kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H5: Kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen, meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

BAB IV

METODE PENELITIAN

4.1. Model Analisis

Model penelitian terdiri dari empat persamaan yang terdiri dari empat variabel endogen dan tujuh variabel eksogen. Persamaan tersebut adalah persamaan kepemilikan manajerial (OWN), risiko (RISK), kebijakan hutang (DEBT) dan kebijakan dividen (DIV), sedangkan variabel eksogen (kontrol) terdiri dari variabel total nilai ekuitas (VAL), ukuran perusahaan (SIZE), *operating leverage* (FIXED), *return on asset* (ROA), kepemilikan institusional (INST), jumlah investasi (INV) dan tingkat pertumbuhan perusahaan (GRTH). Formulasi model dalam penelitian ini adalah:

$$OWN = a_0 + a_1 RISK_{it} + a_2\, DEBT_{it} + a_3\, DIV_{it} + a_4 INST_{it} + a_5\, Ln\, VAL_{it} + e$$

$$RISK = b_0 + b_1 OWN_{it} + b_2 DEBT_{it} + b_3 DIV_{it} + b_4 Ln\, SIZE_{it} + b_5 FIXED_{it} + e$$

$$DEBT = c_0 + c_1 OWN_{it} + c_2 RISK_{it} + c_3 DIV_{it} + c_4 INST_{it} + c_5 ROA_{it} + c_6 GRTH_{it} + e$$

$$DIV = d_0 + d_1 OWN_{it} + d_2\, RISK_{it} + d_3 DEBT_{it} + d_4 Ln\, INV_{it}\, d_5 ROA_{it} + d_6 GRTH_{it} + e$$

Keterangan :

OWN_{it} = Rasio kepemilikan saham oleh *insiders* terhadap *total share outstanding*.

$RISK_{it}$ = Standard deviasi *return* saham bulanan.

$DEBT_{it}$ = Rasio hutang jangka panjang terhadap total aset.

DIV_{it} = Rasio *dividend per share* terhadap *earning per share*.

VAL_{it} = Natural log total nilai ekuitas perusahaan.

ROA_{it} = Rasio *earning before interest & tax* terhadap total aset.

$GRTH_{it}$ = Rasio natural log *Total Asset*$_t$ terhadap natural log *Total Asset*$_{t-1}$

$FIXED_{it}$ = Rasio *Fixed Asset* terhadap *Total Asset*

$SIZE_{it}$ = Natural log total aset perusahaan.

$INST_{it}$ = Rasio kepemilikan saham kepemilikan institusional terhadap *total share outstanding*.

INV_{it} = Natural log selisih *Total Asset* $_t$ dengan *Total Asset* $_{t-1}$

- Untuk menguji hipotesis 1 (H1) digunakan persamaan pertama, yaitu:

  $OWN_{it} = a_0 + a_1 RISK_{it} + a_2 DEBT_{it} + a_3 DIV_{it} + a_4 INST_{it} + a_5 VAL_{it} + e.$

- Untuk menguji Hipotesis 2 (H2) digunakan persamaan kedua, yaitu:

  $RISK_{it} = b_0 + b_1 OWN_{it} + b_2 DEBT_{it} + b_3 DIV_{it} + b_4 SIZE_{it} + b_5 FIXED_{it} + e.$

- Untuk menguji hipotesis 3 (H3) dan hipotesis 4 (H4) digunakan persamaan ketiga:

  $DEBT_{it} = c_0 + c_1 OWN_{it} + c_2 RISK_{it} + c_3 DIV_{it} + c_4 INST_{it} + c_5 ROA_{it} + c_6 GRTH_{it} + e.$

- Untuk menguji hipotesis 5 (H5) digunakan persamaan keempat, yaitu:

  $DIV_{it} = d_0 + d_1 OWN_{it} + d_2 RISK_{it} + d_3 DEBT_{it} + d_4 INV_{it} + d_5 ROA_{it} + d_6 GRTH_{it} + e.$

4.2. Identifikasi Variabel

Penelitian ini menggunakan empat variabel endogen dan tujuh variabel kontrol untuk menguji lima hipotesis yang dijabarkan pada bagian sebelumnya. Variabel endogen terdiri dari: kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, sedangkan variabel kontrol terdiri dari: ROA, tingkat pertumbuhan perusahaan, *operating leverage*, ukuran perusahaan, total nilai ekuitas perusahaan, jumlah investasi dan kepemilikan institusional.

4.3. Definisi Operasional Variabel

4.3.1. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan variabel endogen yang diberi simbol OWN, diukur dengan menggunakan rasio saham yang dimiliki oleh manajer, direktur serta pemegang saham utama perusahaan pada akhir tahun terhadap total jumlah saham yang beredar (UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal point (a) dan (b)). Variabel ini diperoleh dalam *Indonesian capital market directory* (ICMD) pada bagian *shareholder ownership*, secara matematis dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$OWN_{it} = \frac{Shares\ held\ by\ insiders_{it}}{Total\ Shares_{it}}$$

Keterangan :

$Shares\ held\ by\ insiders_{it}$ = Saham yang dimiliki oleh direktur, komisaris serta pemegang saham utama perusahaan i pada periode t

$Total\ Shares_{it}$ = Jumlah total saham beredar perusahaan i pada periode t.

4.3.2. Risiko

Risiko merupakan variabel endogen yang diberi simbol RISK, diukur dengan menggunakan standard deviasi *return* saham biasa secara bulanan selama satu tahun. Variabel ini diperoleh dalam ICMD pada bagian *closing price monthly*. Fluktuasi yang terbentuk dari *closing price* secara bulanan menunjukkan fluktuasi *return* saham dan menggambarkan risiko (Bathala *et. al.*, 1994; Chen

dan Steiner, 1999; Tandelilin dan Wilberforce, 2000). Secara matematis RISK diformulasikan sebagai berikut:

$RISK_{it}$ = STD $Return_{it}$

$$Return_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan :

P_t = *Closing price* bulanan

P_{t-1} = *Closing price* bulanan sebelumnya

STD = Standard deviasi *return* saham bulanan

4.3.3. Kebijakan hutang

Kebijakan hutang merupakan variabel endogen yang diberi simbol DEBT, diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total aset (Jensen *et al.*, 1992). Variabel DEBT diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis DEBT diformulasikan sebagai berikut:

$$DEBT_{it} = \frac{LTD_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan :

LTD_{it} = Jumlah hutang jangka panjang perusahaan i pada periode t

$Total\ Asset_{it}$ = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

4.3.4. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan variabel endogen yang diberi simbol DIV, diukur dengan menggunakan rasio dividen yang dibayarkan terhadap *earning after tax* (EAT) (Chen dan Steiner, 1999). Penggunaan EAT disebabkan dividen

yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan pendapatan bersih setelah dikurangi pajak dan pembayaran bunga pinjaman. Variabel DIV diperoleh dalam ICMD pada bagian DPR. Secara matematis DIV diformulasikan sebagai berikut:

$$Dividen_{it} = \frac{Div.PerShare_{it}}{EAT.PerShare_{it}}$$

Keterangan :

DIV per share$_{it}$ = Dividen yang dibayarkan perusahaan i pada periode t pada setiap lembar saham.

EAT per share$_{it}$ = Besarnya *earning per share* pada perusahaan i periode t.

4.3.5. Total nilai ekuitas

Total nilai ekuitas merupakan variabel eksogen yang diberi simbol VAL, diukur dengan menggunakan *natural log* dari *closing price* saham pada akhir tahun dikalikan dengan total saham yang beredar (Chen dan Steiner, 1999; Wilberforce, 2000). Variabel VAL diperoleh dari ICMD pada bagian *closing price* tahunan dan untuk membentuk rasio digunakan *natural log* pada hasil perkalian di atas. Secara matematis variabel VAL diformulasikan sebagai berikut:

VAL_{it} = Ln (Closing price$_{it}$ x Total Share Outstanding$_{it}$)

Keterangan :

Closing price $_{it}$ = Harga penutupan saham perusahaan i akhir periode t

Total Share Outstanding$_{it}$ = Jumlah saham beredar perusahaan i periode t

4.3.6. ROA

ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset (Bathala *et al.*, 1994). ROA diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel ROA diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan :

$EBIT_{it}$ = *Earning before interest & tax* perusahaan i periode t

Total Asset$_{it}$ = Jumlah *total asset* perusahaan i pada periode t

4.3.7. Pertumbuhan perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan variabel eksogen yang diberi simbol GRTH, diukur dengan menggunakan persentase perubahan dalam *total assets* yaitu *natural log* aktiva akhir tahun dibagi dengan *natural log* aktiva awal tahun. Variabel growth diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel growth dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$Growth_{it} = \frac{\text{Total Aset akhir tahun}_{it}}{\text{Total Aset awal tahun}_{it}}$$

Keterangan :

Ln Total Aset akhir tahun = Natural log total aset akhir tahun perusahaan i pada periode t

Ln Total Aset akhir tahun = Natural log total aset awal tahun perusahaan i pada periode t

4.3.8. *Operating Leverage*

Aktiva tetap merupakan variabel eksogen yang diberi simbol FIXED dan diukur melalui perbandingan antara bangunan, tanah dan perlengkapan perusahaan lain yang berupa aset tetap dengan total aset dan digunakan sebagai

proksi dari *operating leverage* (Chen *et al.,* 1998). FIXED diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel FIXED diformulasikan sebagai berikut:

$$FIXED_{it} = \frac{FixedAsset_{it}}{TotalAsset_{it}}$$

Keterangan :

Fixed Asset$_{it}$ = *Total fixed asset* yang dimiliki perusahaan i pada periode t

Total Asset$_{it}$ = Total keseluruhan *asset* perusahaan i pada periode t.

4.3.9. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan variabel eksogen yang diberi simbol SIZE dan diukur dengan menggunakan *natural log total asset* perusahaan (Chen dan Steiner, 1999). Variabel SIZE diperoleh dalam ICMD dalam *summary of financial statement*. Secara matematis variabel SIZE diformulasikan sebagai berikut :

$SIZE_{it}$ = Ln *Total Asset*$_{it}$

Keterangan :

Total Asset$_{it}$ = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t.

4.3.10. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan variabel eksogen yang diberi simbol INST dan diukur dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh Institusi (Bathala *et al.,* 1994); (Sarin *et al.,* 2000). INST diperoleh dalam ICMD pada bagian *shareholder ownership*. Secara matematis variabel INST diformulasikan sebagai berikut:

$$INST_{it} = \frac{INST.Shrs_{it}}{Total.Shrs_{it}}$$

Keterangan :

INST Shrs = Saham yang dimiliki oleh Institusi pada perusahaan i pada periode t.

Total $Shrs_{it}$ = Jumlah total saham beredar perusahaan i pada periode t.

4.3.11. Investasi

Investasi merupakan variabel eksogen yang diberi simbol INV, diukur dengan menggunakan natural logaritma selisih antara *Total Asset*$_t$ dengan *Total Asset*$_{t-1}$ (Chen dan Steiner, 1999). Variabel INV diperoleh dalam ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel INV diformulasikan sebagai berikut:

Ln INV_{it} = Ln (Total Asset$_t$ – *Total Asset*$_{t-1}$)

Keterangan :

Total Asset $_t$ = Jumlah asset perusahaan i pada tahun t.

Total Asset$_{t-1}$ = Jumlah asset perusahaan i pada tahun sebelumnya.

4.4. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber sebagai berikut : a) Indonesian Capital Market Directory, b) Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic, c) Jakarta Stock Exchange Fact Book. Penelitian ini menggunakan data *time series* dan *cross section*.

4.5. Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Studi kepustakaan, yaitu suatu metode pengumpulan data dengan cara mempelajari dan memahami sumber-sumber informasi yang meliputi literatur-literatur, jurnal dan artikel-artikel yang relevan dengan topik pembahasan untuk memahami permasalahan yang ada dan untuk mendapatkan alternatif pemecahannya.
2. Studi lapangan, yaitu mendapatkan data kuantitatif dengan teknik dokumentasi. Data tersebut diperlukan untuk analisis dengan meneliti hubungannya terhadap permasalahan dan penerapan teori yang telah dipelajari pada keadaan yang susungguhnya.

Pengumpulan data dilakukan secara *pooling data*. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling data* adalah kemungkinan diperolehnya jumlah sampel yang lebih besar. Jumlah sampel yang lebih besar diharapkan dapat meningkatkan *power of test* penelitian ini. *Pooling data* dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan.

4.6. Prosedur Penentuan Sampel

Populasi yang diamati dalam penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1999-2002. Sampel dipilih dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel berdasarkan kriteria tertentu (Indriantoro dan Supomo, 2002: 131). Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel, yaitu: (1) perusahaan telah terdaftar pada

BEJ antara 1999 – 2002, (2) perusahaan memiliki informasi kepemilikan manajerial, (3) perusahaan membagi dividen yang dilihat dari DPR, (4) perusahaan memiliki kebijakan hutang jangka panjang dan pendek, (5) perusahaan memiliki informasi mengenai *closing price of common stock* secara bulanan untuk mengetahui *return* saham biasa. Standart deviasi dari *return* merupakan proksi dari risiko, (6) perusahaan memiliki informasi berkaitan dengan pengukuran variabel kontrol, yaitu variabel total nilai ekuitas, *operating leverage*, ukuran perusahaan, ROA, jumlah investasi, kepemilikan institusional dan tingkat pertumbuhan perusahaan.

4.7. Teknik Analisis

Proses pengolahan data pada penelitian ini menggunakan bantuan Software SPSS seri 10. Dari model dan hipotesis penelitian, maka dilakukan teknik analisis yang secara berurutan dijabarkan sebagai berikut:

4.7.1. Mengembangkan Persamaan Simultan

Persamaan-persamaan pada model analisis merupakan model persamaan struktural yang menyusun model persamaan simultan sebagai penggambaran dari masalah keagenan perusahaan.

4.7.2. Merumuskan Model Dengan Melakukan Uji Identifikasi Model

Suatu model dikatakan teridentifikasi jika model tersebut memiliki bentuk statistik yang unik termasuk kemungkinan untuk mendapatkan nilai-nilai dugaan parameter yang bersifat unik. Dalam hal ini terdapat dua kemungkinan hasil identifikasi suatu model, yaitu:

1. Teridentifikasi secara tepat (*exactly identified*)
2. Teridentifikasi secara berlebih (*overidentified*)

Identifikasi dapat ditetapkan melalui pengujian dari spesifikasi model struktural. Formulasi dari kriteria identifikasi adalah : $(K - k) \geq (m - 1)$

Keterangan :

K = jumlah variabel yang ditetapkan lebih dahulu dari model.

k = jumlah variabel yang ditetapkan lebih dahulu dalam persamaan tertentu.

m = jumlah variabel endogen dalam suatu persamaan tertentu.

$(K - k) > (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *over identified*

$(K - k) = (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *exactly identified*

$(K - k) < (m - 1)$ = berarti persamaan dalam kondisi *under identified.*

Identifikasi mengenai *order condition* dari empat persamaan yang digunakan dalam model penelitian dapat dijelaskan pada tabel berikut :

Tabel 4.1
Pengujian Identifikasi Persamaan

Variabel endogen	(K-k)	(m-1)	Hasil	Keterangan
OWN	(11 – 6)	(4 – 1)	5 > 3	*Over identified*
RISK	(11 – 6)	(4 – 1)	5 > 3	*Over identified*
DEBT	(11 – 7)	(4 – 1)	4 > 3	*Over identified*
DIV	(11 – 7)	(4 – 1)	4 > 3	*Over identified*

4.7.3. Menetukan Metode Estimasi Model Persamaan Simultan yang Tepat

Berdasarkan penjelasan pada tabel IV.2 diketahui bahwa persamaan OWN, RISK, DEBT dan DIV pada kondisi *over identified*. *Two Stage Least Square Estimation Method* digunakan untuk mengestimasi model karena terbukti

cocok untuk menduga persamaan struktural yang teridentifikasi lebih. Metode ini bertujuan untuk menghilangkan sejauh mungkin bias persamaan simultan. Pada dasarnya metode ini merupakan penerapan *Ordinary Least Square* pada dua jenis fungsi, yaitu persamaan bentuk reduksi dan transformasi fungsi struktural, dimana transformasi tersebut berupa penggantian variabel-variabel endogen dengan nilai-nilai dugaan mereka yang diperoleh dari persamaan bentuk reduksi.

4.7.4. Melakukan Proses Estimasi Model Dengan Metode Estimasi 2SLS

(1) Tahap I, mengestimasi persamaan reduksi dalam model menggunakan metode estimasi OLS. Proses estimasi ini akan menghasilkan nilai dugaan dan nilai galat. Persamaan reduksi tersebut dijabarkan sebagai berikut:

$$OWN_{it} = a_0 + a_1 INST_{it} + a_2\ VAL_{it} + a_3\ SIZE_{it} + a_4 FIXED_{it} + a_5 ROA_{it} + a_6 GRTH_{it} + a_7\ INV_{it} + e.$$

$$RISK_{it} = b_0 + b_1 INST_{it} + b_2\ VAL_{it} + b_3\ SIZE_{it} + b_4 FIXED_{it} + b_5 ROA_{it} + b_6 GRTH_{it} + b_7\ INV_{it} + e.$$

$$DEBT_{it} = c_0 + c_1 INST_{it} + c_2\ VAL_{it} + c_3\ SIZE_{it} + c_4 FIXED_{it} + c_5 ROA_{it} + c_6 GRTH_{it} + c_7\ INV_{it} + e.$$

$$DIV_{it} = d_0 + d_1 INST_{it} + d_2\ VAL_{it} + d_3\ SIZE_{it} + d_4 FIXED_{it} + d_5 ROA_{it} + d_6 GRTH_{it} + d_7\ INV_{it} + e$$

(2) Tahap II, mengestimasi persamaan struktural yang ditransformasi menggunakan metode estimasi OLS, dengan memasukkan nilai dugaan hasil estimasi tahap I pada variabel endogen. Persamaan tersebut dijabarkan sebagai berikut:

$$OWN_{it} = a_0 + a_1\text{^}RISK_{it} + a_2\text{^}DEBT_{it} + a_3\text{^}DIV_{it} + a_4\ INST_{it} + a_5 VAL_{it} + e$$

$$RISK_{it} = b_0 + b_1\text{^}OWN_{it} + b_2\text{^}DEBT_{it} + b_3\text{^}DIV_{it} + b_4\ SIZE_{it} + b_5\ FIXED_{it} + e$$

$$DEBT_{it} = c_0 + c_1\text{^}OWN_{it} + c_2\text{^}RISK_{it} + c_3\text{^}DIV_{it} + c_4\ INST_{it} + c_5 ROA_{it} + c_6 GRTH_{it} + e$$

$$DIV_{it} = d_0 + d_1\text{^}OWN_{it} + d_2\text{^}RISK_{it} + d_3\text{^}DEBT_{it} + d_4\ INV_{it} + d_5\ ROA_{it} + d_6\ GRTH_{it} + e$$

4.7.5. Menguji Model dari Sistem Persamaan Simultan Secara Statistik

Pengujian ini dilakukan terhadap hasil estimasi tahap 2, yang meliputi:

1. Uji t

Uji t merupakan uji parametrik yang dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh secara parsial/individual antar variabel, dengan langkah sebagai berikut:

a. Merumuskan hipotesis statistik untuk masing-masing hipotesis.

(1) H_0 : $a_1 = 0$; berarti risiko secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.

H_a : $a_1 \neq 0$; berarti risiko secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.

(2) H_0 : $b_1 = 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko sesuai dengan dengan hipotesis *wealth transfer effect*, meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.

H_a : $b_1 \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko sesuai dengan dengan hipotesis *wealth transfer effect*, meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.

(3) H_0 : $c_1 = 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_a : $c_1 \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

(4) H_0 : $c_3 = 0$; berarti kebijakan dividen secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_a : $c_3 \neq 0$; berarti kebijakan dividen secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

(5) H_0 : $d_1 = 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_a : $d_1 \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan. .

b. Menentukan *significance level* sebesar $\alpha = 5\%$, dengan tingkat kebebasan (df) sebesar n-k-1.

c. Mengukur nilai t hitung dengan menggunakan persamaan berikut :

$$t = \frac{a_j}{Se(a_j)} \qquad Se(a_j) = \sqrt{\frac{1}{n-k}\sum \varepsilon_1^2}$$

dimana : $Se(a_j)$: standar error koefisien regresi yang diperoleh

d. Hasil dari perhitungan t_0 (t hitung) dibandingkan dengan t tabel, maka:

(1) Ho diterima bila: $-t_{\alpha/2} < t_0 < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, risiko secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.

H_0 ditolak bila: $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, risiko secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, meskipun kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas perusahaan dikendalikan.

(2) Ho diterima bila: $-t_{\alpha/2} < t_0 < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko sesuai dengan dengan hipotesis *wealth transfer effect*, meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.

H_0 ditolak bila: $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai pengaruh yang

signifikan terhadap risiko sesuai dengan dengan hipotesis *wealth transfer effect*, meskipun ukuran perusahaan dan *operating leverage* dikendalikan.

(3) Ho diterima bila: $-t_{\alpha/2} < t_0 < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_0 ditolak bila: $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

(4) Ho diterima bila: $-t_{\alpha/2} < t_0 < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kebijakan dividen secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_0 ditolak bila : $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, kebijakan dividen secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, meskipun kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

(5) Ho diterima bila: $-t_{\alpha/2} < t_0 < t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, berarti kepemilikan manajerial secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

H_0 ditolak bila: $t_0 < -t_{\alpha/2}$ atau $t_0 > t_{\alpha/2}$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) 5%, berarti kepemilikan manajerial secara parsial mempunyai

pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, meskipun jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan dikendalikan.

2. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi berganda R^2 mengukur proporsi keragaman total dalam variabel tak bebas Y yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel penjelas yang ada dalam model persamaan secara bersama. Apabila pemilihan variabel sudah benar dan bila menghasilkan R^2 tinggi mendekati 1 berarti semakin baik model regresi tersebut dalam menjelaskan variabilitas variabel tak bebas. Akan tetapi kalau nilai R^2 kecil, tidak berarti bahwa model tersebut jelek.

Untuk mengetahui seberapa besar variasi dari variabel tergantung dapat diterangkan oleh variabel-variabel bebas dalam penelitian ini dengan rumus:

$$R^2 = 1 - \frac{\text{Jumlah kuadrat regresi}}{\text{Jumlah kuadrat total}}$$

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{i=1}^{n} \mu_1^2}{\sum_{i=1}^{n} y_1^2}$$

3. Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui pengaruh secara simultan dari variabel tergantung terhadap variabel bebas, dengan langkah sebagai berikut :

a. Merumuskan hipotesis statistik

(1) H_o : $a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = a_5 = 0$; berarti risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

H_a : Setidaknya salah satu dari $a_i \neq 0$; berarti risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas secara

simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

(2) H_o : $b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = 0$; berarti kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *operating leverage* secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko.

H_a : Setidaknya salah satu dari $b_i \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *operating leverage* secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko.

(3) H_o : $c_1 = c_2 = c_3 = c_4 = c_5 = c_6 = 0$; berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

H_a : Setidaknya salah satu dari $c_i \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

(4) H_o : $d_1 = d_2 = d_3 = d_4 = d_5 = d_6 = 0$; berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H_a : Setidaknya salah satu dari $d_i \neq 0$; berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan

perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

b. Menentukan besarnya *significance level* sebesar α = 5%, dengan tingkat kebebasan (df) sebesar $v_1 = k - 1$ dan $v_2 = n - k$.

c. Mengukur nilai F hitung dengan menggunakan persamaan berikut :

$$F = \frac{R^2 (k-1)}{(1-R^2)_{(n-k)}}$$

dimana :

R^2 : koefisien determinasi berganda

k : jumlah parameter dalam model

n : jumlah pengamatan

d. Hasil dari perhitungan F dibandingkan dengan F_{tabel}, maka:

(1) H_0 diterima bila: $F < F_{\alpha/2}\ v_1\ v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

H_0 ditolak bila: $F > F_{\alpha/2}\ v_1 v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan total nilai ekuitas secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

(2) H_0 diterima bila: $F < F_{\alpha/2}\ v_1\ v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *operating leverage* secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko.

H_0 ditolak bila: $F > F_{\alpha/2}\ v_1 v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan *operating leverage* secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko.

(3) H_0 diterima bila: $F < F_{\alpha/2}\ v_1\ v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

H_0 ditolak bila: $F > F_{\alpha/2}\ v_1 v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang.

(4) H_0 diterima bila: $F < F_{\alpha/2}\ v_1\ v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H_0 ditolak bila: $F > F_{\alpha/2}\ v_1 v_2$, artinya dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% berarti kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, jumlah investasi, ROA dan tingkat pertumbuhan perusahaan secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

4.7.5. Melakukan uji diagnostik terhadap asumsi klasik model.

Nilai galat dari tiap-tiap persamaan hasil estimasi tahap 2 harus diuji untuk mengetahui apakah terdapat gejala penyimpangan terhadap asumsi-asumsi klasik yang ada, yang meliputi:

1. Uji Normalitas

Asumsi normalitas diperlukan untuk membangun uji-uji statistik tentang parameter model. Jika asumsi normalitas tidak terpenuhi, maka koefisien penduga parameter model masih bersifat tidak bias dan terbaik, tetapi tingkat keandalan penduga secara statistik tidak dapat diterapkan, karena pada dasarnya uji-uji statistik seperti uji t, uji F, uji X^2 dibangun berdasarkan pada asumsi distribusi normal. Untuk mengetahui normalitas data dapat menggunakan kertas peluang normal atau Chi Kuadrat. Langkah-langkah pengujian normalitas data dengan Chi Kuadrat adalah sebagai berikut:

a) Menentukan jumlah klas interval.
b) Menentukan panjang klas interval.
c) Menyusun ke dalam distribusi frekuensi, yang sekaligus merupakan tabel penolong untuk menghitung harga Chi Kuadrat.
d) Menghitung frekuensi yang diharapkan, dengan cara mengalikan prosentase luas tiap bidang kurve normal dengan jumlah anggota sampel.
e) Memasukkan harga-harga frekuensi yang diharapkan ke dalam tabel kolom frekuensi yang diharapkan, sekaligus menghitung harga-harga frekuensi dikurangi frekuensi yang diharapkan dan menjumlahkannya, harga-harga ini merupakan harga Chi Kuadrat (X^2) hitung.

f) Membandingkan harga Chi Kuadrat hitung dengan Chi Kuadrat tabel. Bila harga Chi Kuadrat hitung lebih kecil atau sama dengan harga Chi Kuadrat tabel ($X^2_{hitung} \leq X^2_{tabel}$), maka distribusi dinyatakan normal, dan bila harga Chi Kuadrat hitung lebih besar dari harga Chi Kuadrat tabel ($X^2_{hitung} \leq X^2_{tabel}$), maka distribusi dinyatakan tidak normal.

2. Uji Multikolinearitas

Salah satu asumsi model linear klasik adalah tidak adanya multikolinearitas diantara variabel-variabel bebas. Multikolinearitas terjadi bila ada korelasi di antara variabel-variabel bebas. Adanya gejala multikolinearitas yang cukup tinggi dapat menyebabkan *standard error* dari koefisien regresi masing-masing variabel bebas menjadi sangat tinggi. Identifikasi statistik ada tidaknya gejala multikolinearitas dilakukan dengan menghitung *Variance Inflation Factor* (VIF), sebagai berikut:

$$VIF = \frac{1}{1-R_j^2}$$

Keterangan:

R_j^2 = koefisien determinasi yang diperoleh dengan meregresikan satu variabel bebas dengan variabel-variabel bebas lainnya.

VIF menyatakan tingkat pembengkakan varians. Apabila nilai VIF lebih besar dari 10, berarti terdapat multikolinearitas pada persamaan regresi linier.

3. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas mempunyai arti bahwa varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heterokedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (estimator) yang diperoleh tidak efisien, baik dalam sampel kecil

maupun sampel besar, walaupun sampel yang diperoleh menggambarkan populasinya (tidak bias) dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan oleh variansnya yang tidak minimum (tidak efisien).

Diagnosis adanya heterokedastisitas secara kuantitatif dalam suatu regresi dapat dilakukan dengan menggunakan uji korelasi rank Spearman (r_s):

$$r_s = 1 - 6\left[\frac{\sum d_i^2}{N(N^2-1)}\right]$$

Keterangan :

r_s = rank korelasi Spearman

d_i = selisih ranking standar deviasi (S) dengan ranking nilai mutlak *error* (e).

n = jumlah pengamatan.

signifikansi r_s dapat diketahui dengan uji t, dengan derajat kebebasan n-2 dan derajat keyakinan 95%. Jika nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka pengujian menolak hipotesis nol (H_0) yang menyatakan tidak terdapat heterokedastisitas pada model regresi. Nilai t_{hitung} dapat ditentukan dengan rumus:

$$t_{hitung} = \frac{r_s\sqrt{N-2}}{\sqrt{1-r_s^2}}$$

4. Uji Autokorelasi

Autokorelasi merupakan bentuk penyimpangan asumsi klasik yang disebabkan oleh adanya korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu. Penyimpangan asumsi ini biasanya muncul pada observasi yang menggunakan data *time series*. Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Langkah-langkah untuk mendiagnosis adanya autokorelasi dalam suatu model regresi, yaitu dengan melakukan pengujian terhadap nilai uji Durbin Watson (Uji D_w) dengan ketentuan sebagai berikut :

1) Membuat regresi dengan OLS dan menghitung perkiraan kesalahan pengganggu $e_i = Y_i - \overline{Y_i}$

2) Menghitung nilai d dengan rumus : $d = \dfrac{\sum_{t=2}^{n}(e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{n} e^2}$

3) Mencari nilai kritis d_L dan d_U dari tabel untuk nilai n dan banyaknya variabel bebas X tertentu.

4) Kalau hipotesa nol, Ho : tidak ada korelasi serial positif, kemudian apabila :

   $d<d_L$: tolak Ho

   d>du : terima Ho

   $d_L \leq d \leq d_U$: tidak dapat disimpulkan (*inconclusive*)

5) Kalau hipotesa nol, Ho : tidak ada korelasi serial negatif, kemudian apabila :

   $d>4-d_L$: tolak Ho

   $d<4-d_U$: terima Ho

   $4-d_U \leq d \leq 4-d_L$: tidak dapat disimpulkan(*inconclusive*)

6) Kalau Ho dua arah yaitu tidak ada korelasi serial positif atau negatif, kemudian apabila :

   $d<d_L$: tolak Ho

   $d>4-d_L$: tolak Ho

   $d_U<d<4-d_U$: terima Ho

   $d \leq d \leq d_U$ atau $4-d_U \leq d \leq 4-d_L$: tidak dapat disimpulkan (*inconclusive*).

BAB V

ANALISIS HASIL PENELITIAN

5.1. Gambaran Obyek Penelitian

5.1.1. Gambaran Umum Bursa Efek Jakarta

PT. Bursa Efek Jakarta (Persero) didirikan pada tanggal 4 Desember 1991 berdasarkan akta pendirian nomor 27, dengan 221 perusahaan efek sebagai pemegang sahamnya dan modal dasar sebesar Rp 15 milyar. Pada tanggal 18 Maret 1992, PT Bursa Efek Jakarta (Persero) secara resmi memperoleh ijin dari Menteri Keuangan melalui SK No. 323/KMK.101/1992 untuk menjalankan bursa saham di Indonesia. Pada Juli 1992, Bursa Efek Jakarta (BEJ) diswastakan dan mulai menjalankan pasar saham di Indonesia.

Kemampuan BEJ dalam melakukan transaksi perdagangan terus ditingkatkan. Pada hari Senin tanggal 22 Mei 1995, BEJ memutuskan untuk menerapkan suatu sistem otomatisasi yang diberi nama *Jakarta Automated Trading System* (JATS) dan mulai dioperasikan. JATS diharapkan dapat menghilangkan keterbatasan sistem manual, seperti terjadinya kesalahan tulis, penyampaian informasi yang terlambat dan biaya transaksi per unit yang tinggi. Sistem manual hanya mampu menangani sebanyak 3.800 transaksi tiap harinya, sedangkan sistem JATS mampu menangani 50.000 transaksi tiap harinya. Selain itu, sistem JATS juga lebih menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibanding sistem perdagangan manual.

Pada tanggal 22 Oktober 1995 rancangan undang-undang (RUU) pasar modal yang baru disetujui oleh DPR RI untuk menggantikan undang-undang

(UU) darurat tahun 1952. UU pasar modal ini mulai efektif dilaksanakan sejak 1 Januari 1996, sehingga pasar modal indonesia mempunyai landasan hukum yang kuat. UU tersebut terutama ditujukan untuk melindungi para investor dalam berinvestasi di pasar modal. Syarat-syarat *go public* bagi perusahaan diperketat untuk menjamin kualitas emiten yang hendak menjual sahamnya di pasar modal. Pelaporan keuangan diatur lebih disiplin dan tegas sehingga dapat dipakai oleh investor tepat waktu dan benar-benar mencerminkan kondisi emiten.

Perkembangan BEJ tahun 1999 - 2002 sangat fluktuatif karena berbagai peristiwa baik di bidang ekonomi maupun non ekonomi turut mewarnai perjalanan BEJ. Perkembangan periode 1999-2002 dapat dilihat pada tabel 5.1 berikut ini:

Tabel 5.1.
Perkembangan BEJ Periode 1999-2002

Tahun	Jumlah Emiten	Volume Transaksi (Miliar Lembar)	Nilai Transaksi (Triliun Rupiah)	Kapitalisasi Pasar (Triliun Rupiah)	IHSG
1999	277	178,487	147,880	451,815	676,92
2000	316	134,331	122,770	259,620	416,321
2001	331	148,531	97,520	239,258	392,036
2002	333	171,207	120,762	268,422	424,945

Sumber; *JSX Statistic*

Pada tahun 1999, kondisi politik di Indonesia relatif aman dan kondusif. Jumlah emiten yang terdaftar sebanyak 277 emiten, volume transaksi 178,487 miliar lembar dengan nilai transaksi Rp 147,880 triliun serta nilai kapitalisasi pasar sebesar Rp 451,815 triliun, sedangkan IHSG mencapai level 676,92 poin.

Pada bulan Juli 2000, BEJ menerapkan perdagangan tanpa warkat (*Scripless Trading*) dengan tujuan untuk meningkatkan likuiditas pasar, menghindari peristiwa saham hilang, pemalsuan saham, serta mempercepat proses penyelesaian transaksi. Jumlah emiten yang terdaftar pada tahun 2000 sebanyak

287 emiten, akan tetapi pada tahun ini terjadi penurunan pada volume transaksi saham, nilai transaksi, nilai kapitalisasi pasar dan IHSG. Volume transaksi saham sebesar 134,331 miliar lembar, mengalami penurunan sebesar 24,63% dari tahun sebelumnya. Nilai transaksi hanya mencapai 122,770 triliun, turun sebesar 17% dibanding tahun 1999. Nilai kapitalisasi pasar mengalami penurunan sebesar 42,53% menjadi Rp 259,620 triliun serta IHSG tertekan pada level 416,32 poin.

Pada akhir 2001 terjadi lagi penurunan IHSG, nilai transaksi dan kapitalisasi yang disebabkan oleh kondisi politik yang kembali terpuruk, sehingga berdampak buruk bagi perkembangan pasar modal Indonesia. Jika dibandingkan dengan tahun 2000, pada tahun 2001 mengalami penurunan nilai transaksi sebesar Rp 67,520 triliun, kapitalisasi pasar Rp 239,258 triliun dan IHSG kembali tertekan pada level 392,036 poin.

Pada tahun 2002 BEJ mulai menerapkan perdagangan jarak jauh (*remote trading)* sebagai upaya mendorong peningkatan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan dan frekuensi perdagangan. Jumlah emiten yang terdaftar pada tahun ini 333 perusahaan, volume transaksi 171,207 lembar saham, nilai transaksi Rp 120,762 triliun, kapitalisasi pasar Rp 268,422 triliun serta IHSG kembali naik pada level 424,945 poin.

Berdasarkan volume transaksi, nilai transaksi, kapitalisasi pasar dan IHSG tahun 1999 sampai dengan tahun 2002, menunjukkan bahwa kondisi pasar modal di Indonesia belum menunjukkan adanya peningkatan yang berarti. Kondisi ini disebabkan karena krisis moneter yang melanda Indonesia belum berakhir.

5.2. Deskripsi Hasil Penelitian

Perusahaan yang dijadikan obyek dalam penelitian ini adalah kelompok perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama rentang waktu 1999 – 2002. Selama rentang waktu tersebut, perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ sebanyak 157 perusahaan. Sampel ditentukan dengan batasan-batasan sebagaimana ynag dijelaskan pada bagian 4.6, sehingga diperoleh sampel penelitian sebanyak 76 sampel yang berasal dari 19 perusahaan. Deskripsi umum dari obyek penelitian menurut ukuran-ukuran dari variabel dalam model penelitian ditunjukkan pada tabel 5.2 berikut:

Tabel 5.2.
Deskripsi Data Penelitian Tahun 1999-2002

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar deviasi
OWN	.0174	0.7908	0.601042	0.170754
RISK	.0393	5.0697	.274340	.588808
DEBT	.0001	.5284	.123130	.142569
DIV	.0127	1.5982	.374742	.283835
VAL	22.1405	31.1024	26.440915	1.863901
ROA	.0172	.4875	.178105	9.62300E-02
GRTH	.9629	1.0567	1.008059	1.39694E-02
FIXED	.0090	.6212	.272618	.135673
SIZE	10.9103	16.5533	13.058575	1.320591
INST	0.0100	0.4941	0.187321	0.118278
INV	.0000	14.8837	11.650753	2.332581

Sumber: Lampiran 7

Berdasarkan tabel 5.2 di atas, standar deviasi variabel ukuran perusahaan, nilai ekuitas dan investasi lebih dari 1, mengindikasikan bahwa terdapat perbedaan nilai maksimum dan minimum yang cukup besar pada variabel-variabel tersebut. Dari grafik *scatter* pada lampiran 7 juga dapat dilihat bahwa banyak terdapat nilai ekstrim pada variabel risiko, kebijakan dividen dan investasi, sehingga nilai-nilai yang ekstrim tersebut dikeluarkan dari sampel agar diperoleh

hasil regresi dua tahap (*two-stage least square*) yang lebih baik. Adapun sampel yang dikeluarkan dari penelitian ditunjukkan pada tabel 5.3 berikut:

Tabel 5.3.
Sampel yang Dikeluarkan dari Penelitian

Variabel	Sampel yang dikeluarkan
DIV	Sampel ke: 4, 7, 23, 26, 42, 45, 61, 64
RISK	Sampel ke: 1, 17, 30, 36, 49, 55, 68, 74
Ln INV	Sampel ke: 5, 16, 24, 35, 43, 54, 62, 73

Sumber: Tabel 5.3 dan Lampiran 7

Setelah data yang ekstrim dikeluarkan, diperoleh sampel penelitian sebanyak 52 sampel yang berasal dari 13 perusahaan. Deskripsi umum dari obyek penelitian menurut ukuran-ukuran dari variabel dalam model penelitian ditunjukkan pada tabel 5.4 berikut:

Tabel 5.4.
Deskripsi Data Penelitian Setelah Sampel yang Ekstrim Dikeluarkan

Variabel	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar deviasi
OWN	0.0174	0.7908	0.593694	0.268088
RISK	0.0393	0.8823	0.194054	0.1539925
DEBT	0.0001	0.5284	9.88953E-02	0.135959
DIV	0.0714	0.9677	0.343412	0.194166
VAL	22.1405	31.1024	26.039039	1.860168
ROA	0.0172	0.4875	0.181225	0.101818
GRTH	0.9861	1.0441	1.009013	1.27585E-02
FIXED	0.0090	0.6212	0.275253	0.1369768
SIZE	10.9103	16.5533	12.717475	1.307619
INST	0.100	0.4941	0.188906	0.125020
INV	8.3000	14.8837	11.902539	1.236473

Sumber: Lampiran 8

Kepemilikan saham oleh pihak manajer (*managerial ownership*) berkisar antara 1,74% sampai 79,08%, dengan nilai rata-rata sebesar 59,37%. Kepemilikan manajerial tertinggi dimiliki oleh PT Ekadharma Tape Ind pada tahun 1999 - 2002, sedangkan kepemilikan manajerial terendah dimiliki oleh PT Selamat

Sempurna pada tahun 1999 – 2002. Risiko berkisar antara 0,0393 sampai 0,8823 dengan rata-rata 0,15399. Risiko tertinggi dimiliki PT Tempo Scan Pasific pada tahun 1999, sedangkan risiko terendah dimiliki PT Intan Wijaya Internasional pada tahun 2000. Hutang jangka panjang perusahaan berkisar antara 0,1% sampai 52,8% dari total hutang perusahaan, dengan rata-rata sebesar 9,88%. Hutang tertinggi dimiliki PT Eratex Djaja Limited pada tahun 2001, sedangkan hutang terendah dimiliki PT Duta Pertiwi Nusantara pada tahun 2000. Dividen yang dibagikan perusahaan berkisar antara 7,14% sampai 96,77% dari laba per saham (*earning per share*) yang diperoleh perusahaan. Dividen paling tinggi dibagikan oleh PT Selamat sempurna pada tahun 2002, sedangkan dividen terendah dibagikan oleh PT Pan Brothers Tex pada tahun 2002. *Total Equity Value* perusahaan berkisar antara 22,14 sampai 31,10, dengan nilai rata-rata sebesar 26,039. *Total Equity Value* tertinggi dimiliki oleh saham PT Gudang Garam pada tahun 1999, sedangkan *Total Equty Value* terendah dimiliki oleh saham PT Eratex Djaja Limited pada tahun 2001. Profit yang mampu diraih perusahaan berkisar antara 1,72% sampai 48,75% dari total aset perusahaan, dengan rata-rata sebesar 18, 12%. ROA tertinggi dicapai oleh PT Sepatu Bata pada tahun 1999, sedangkan ROA terendah dimiliki oleh PT Eratex Djaja Limited pada tahun 2002. Tingkat pertumbuhan total aset perusahaan cukup tinggi, yaitu berkisar antara 98,6% sampai 164,4% dari tahun sebelumnya, dengan rata-rata sebesar 100,9%. *Growth* tertinggi dicapai oleh PT Sepatu Bata pada tahun 1999, sedangkan *growth* terendah dimiliki PT Tempo Scan Pasific pada tahun 1999. Jumlah aktiva tetap perusahaan berkisar antara 0,9% sampai 62,12% dari total aset perusahaan, dengan rata-rata sebesar 27,53%. Jumlah aktiva tetap tertinggi dimiliki oleh PT

Aqua Golden Mississipi pada tahun 2002, sedangkan yang terendah dimiliki PT Duta Pertiwi Nusantara pada tahun 2000. Ukuran perusahaan yang diukur berdasarkan logaritma natural total aset perusahaan, berkisar antara 10,91 sampai 16,55, dengan rata-rata sebesar 27,53. Ukuran perusahaan terbesar dimiliki oleh PT Gudang Garam pada tahun 2002, sedangkan ukuran perusahaan terkecil dimiliki PT Eratex Djaja Limited pada tahun 1999. Kepemilikan institusional berkisar antara 0,0100 sampai 0,4941, dengan nilai rata-rata sebesar 0,1889. Kepemilikan institusional tertinggi dimiliki PT Eratex Djaja Limited pada tahun 1999 – 2002, sedangkan kepemilikan institusional terendah dimiliki oleh PT Duta Pertiwi Nusantara tahun 1999 - 2002. Investasi perusahaan yang diukur dari logaritma natural selisih total aset perusahaan dibandingkan tahun sebelumnya, berkisar antara 8,30 sampai 14,88. Investasi terbesar dilakukan oleh PT Gudang Garam pada tahun 2000, sedangkan investasi terendah dilakukan oleh PT Eratex Djaja Limited pada tahun 2002.

5.3. Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis

Persamaan simultan pada bagian 4.1 merupakan model yang dikembangkan untuk meneliti simultanitas antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam perspektif konflik keagenan. Persamaan-persamaan tersebut diestimasi dengan metode *Two Stage Least Square* (2-SLS). Hasil estimasi awal (tahap I) ditunjukkan oleh tabel 5.5, sedangkan hasil estimasi akhir (tahap II), ditunjukkan oleh tabel 5.6.

Hasil estimasi yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah hasil estimasi tahap II (tabel 5.6), yang dijelaskan sebagai berikut:

TABEL 5.5.
RINGKASAN HASIL REGRESI MODEL DENGAN *TWO-STAGE LEAST SQUARE* (2-SLS)
TAHAP I

Var Indipendent	Variabel Dependent															
	OWN				RISK				DEBT				DIV			
	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig
Intercept	0.646	0.352	0.364	Tidak	6.792	1.742	0.044	Sig	-0.434	-0.287	0.388	Tidak	1.043	0.385	0.351	Tidak
VAL	-0.0266	-1.326	0.096	Tidak	0.04	0.940	0.176	Tidak	-0.0486	-2.944	0.025	Sig	-0.0064	-0.216	0.415	Tidak
ROA	0.162	0.712	0.240	Tidak	0.590	-1.220	0.115	Tidak	-0.332	-1.771	0.042	Sig	0.259	0.771	0.223	Tidak
GRTH	1.161	0.623	0.268	Tidak	-7.713	-1.951	0.029	Sig	1.095	0.715	0.239	Tidak	-0.950	-0.346	0.366	Tidak
FIXED	0.196	2.808	0.004	Sig	0.0701	0.472	0.319	Tidak	0.0607	1.054	0.149	Tidak	-0.139	-1.346	0.093	Tidak
SIZE	-0.0127	-0.448	0.328	Tidak	-0.124	-2.062	0.023	Sig	0.0709	3.038	0.002	Sig	0.03327	0.795	0.216	Tidak
INST	-1.160	-10.645	0.000	Sig	-0.351	-1.520	0.068	Tidak	0.120	1.339	0.094	Tidak	0.204	1.271	0.105	Tidak
INV	-0.0005	-0.204	0.419	Tidak	0.0818	1.576	0.061	Tidak	-0.0124	-0.618	0.270	Tidak	-0.0164	-0.454	0.326	Tidak
F-test	22.063		0.00000	Sig	1.165		0.342	Tidak	4.492		0.001	Sig	0.569		0.777	Tidak
R^2	0.778				0.156				0.417				0.083			

Sumber : Lampiran 8 B

TABEL 5.6.
RINGKASAN HASIL REGRESI MODEL DENGAN *TWO-STAGE LEAST SQUARE* (2-SLS)
TAHAP II

Var Indipendent	Variabel Dependent															
	OWN				RISK				DEBT				DIV			
	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig	Koef	t	α	Sig
Intercept	1.76200	4.77000	0.00000	Sig	-0.13600	-0.25400	0.40000	Tidak	3.83400	1.96000	0.02800	Sig	3.82000	1.16500	0.12500	Tidak
OWN	-	-	-	-	-0.00529	-0.18200	0.42900	Tidak	-0.10200	-1.47700	0.07400	Tidak	-0.11200	-0.80200	0.21400	Tidak
Risk	-0.22800	-1.14400	0.13000	Tidak	-	-		-	-0.62000	-3.05600	0.00200	Sig	-0.45700	-0.95700	0.17200	Tidak
Debt	-0.19800	-0.66300	0.25600	Tidak	-0.41500	-0.75400	0.22800	Tidak	-	-	-	-	-0.43800	-0.62800	0.26700	Tidak
Div	-1.08900	-2.49500	0.00800	Sig	-1.11600	-0.78000	0.2200	Tidak	-0.92800	-2.01400	0.02500	Sig	-	-	-	-
Inst	-1.02600	-8.23500	0.00000	Sig					0.00076	0.07000	0.47500	Tidak				
Value	-0.00320	-2.17700	0.01800	Sig												
Size					-0.00223	-0.60200	0.27500	Tidak								
Fixed					-0.00869	-0.38600	0.35100	Tidak								
Investment													0.00106	0.32800	0.37200	Tidak
ROA									-0.47000	-2.42800	0.01000	Sig	-0.15800	-0.25900	0.39900	Tidak
Growth									-3.80300	-1.93900	0.03000	Sig	-3.81900	-1.03700	0.15300	Tidak
F-test	29.59500		0.00000	Sig	0.51200		0.76500	Tidak	4.77000		0.00100	Sig	0.58000		0.74500	Tidak
R^2	0.76300				0.05300				0.39400				0.07200			

Sumber : Lampiran 8 C

5.3.1. Persamaan Kepemilikan Manajerial (OWN)

Hasil uji t pada persamaan kepemilikan manajerial, menunjukkan bahwa secara parsial risiko mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial, karena nilai |t| hitung sebesar |1,144| lebih kecil dari 1,680 yang merupakan nilai t tabel hasil interpolasi dengan α=0,05 dan df=46. Koefisien risiko bertanda negatif yang berarti bahwa risiko berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yang seharusnya positif signifikan. Kebijakan hutang secara parsial juga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, karena nilai t hitung sebesar |-0,663| lebih kecil dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kebijakan hutang bertanda negatif yang berarti bahwa kebijakan hutang berhubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. Kebijakan dividen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial karena nilai t hitung sebesar |-2,495| lebih besar dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kebijakan dividen bertanda negatif, berarti bahwa untuk setiap kenaikan dividen sebesar satu satuan akan menurunkan kepemilikan manajerial sebesar 1,089 satuan. Hasil ini berarti sesuai dengan hubungan yang diharapkan. Kepemilikan institusional secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial, karena nilai t hitung sebesar |-8,235| lebih besar dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kepemilikan institusional bertanda negatif, berarti bahwa untuk setiap kenaikan kepemilikan institusional sebesar satu satuan akan menurunkan kepemilikan manajerial sebesar 1,026 satuan. Hasil ini berarti sesuai dengan hubungan yang diharapkan. Nilai ekuitas secara parsial

berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial, karena nilai t hitung sebesar |2,177| lebih besar dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien nilai ekuitas bertanda negatif, berarti bahwa untuk setiap kenaikan total nilai ekuitas perusahaan sebesar satu satuan akan menurunkan kepemilikan manajerial sebesar 0,0032 satuan. Hasil ini berarti sesuai dengan hubungan yang diharapkan.

Untuk uji secara keseluruhan (uji F), diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 29,593 lebih besar dari 2,426, yang merupakan nilai tabel F hasil interpolasi untuk α=0,05, N1=5 dan N2=46. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel tergantung. Nilai R^2 model sebesar 0,763 menunjukkan bahwa 76,30% variabilitas variabel tergantung dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang ada, sedangkan sisanya sebesar 23,7% diterangkan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model.

5.3.2. Persamaan Risiko (RISK)

Hasil uji t pada persamaan risiko, menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap risiko, karena nilai |t| hitung sebesar |-0,182| lebih kecil dari 1,680 yang merupakan nilai t tabel hasil interpolasi dengan α=0,05 dan df=46. Koefisien kepemilikan manajerial bertanda negatif yang berarti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yang seharusnya positif signifikan. Kebijakan hutang secara parsial juga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap risiko, karena nilai t hitung sebesar |-0,754| lebih kecil dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kebijakan hutang bertanda negatif yang berarti bahwa kebijakan hutang

berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini tidak sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya positif signifikan. Kebijakan dividen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, karena nilai t hitung sebesar |-0,780| lebih kecil dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kebijakan dividen bertanda negatif yang berarti bahwa kebijakan dividen berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. Ukuran perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, karena nilai t hitung sebesar |-0,602| lebih kecil dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien ukuran perusahaan bertanda negatif yang berarti bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. *Operating leverage* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, karena nilai t hitung sebesar |-0,386| lebih kecil dari 1,680 (α=0,05 ; df=46). Koefisien *operating leverage* bertanda negatif yang berarti bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini tidak sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya positif signifikan.

Untuk uji secara keseluruhan (uji F), diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 0,053 lebih kecil dari 2,426, yang merupakan nilai tabel F hasil interpolasi untuk α=0,05, N1=5 dan N2=46. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel bebas secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel tergantung.

5.3.3. Persamaan Kebijakan Hutang (DEBT)

Hasil uji t pada persamaan kebijakan hutang, menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang tidak signifikan

terhadap kepemilikan manajerial, karena nilai |t| hitung sebesar |-1,477| lebih kecil dari 1,681 yang merupakan nilai t tabel hasil interpolasi dengan α=0,05 dan df=45. Koefisien kepemilikan manajerial bertanda negatif yang berarti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan kebijakan hutang. Hasil ini kurang sesuai dengan hipotesis yang diajukan yang seharusnya negatif signifikan. Risiko secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena nilai t hitung sebesar |-3,056| lebih besar dari 1,681 (α=0,05 ; df=45). Koefisien risiko bertanda negatif yang berarti bahwa setiap kenaikan risiko sebesar satu satuan akan menyebabkan penurunan hutang sebesar 0,620 satuan. Hasil ini sesuai dengan hubungan yang diharapkan. Kebijakan dividen secara parsial juga mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena nilai t hitung sebesar |-2,014| lebih besar dari 1,681 (α=0,05 ; df=45). Koefisien kebijakan dividen bertanda negatif yang berarti bahwa setiap kenaikan dividen sebesar satu satuan akan menurunkan hutang sebesar 0,928 satuan. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena nilai t hitung sebesar |0,070| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kepemilikan institusional bertanda positif yang berarti bahwa kepemilikan institusional berhubungan berhubungan positif dengan kebijakan hutang. Hasil ini tidak sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. ROA secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena nilai t hitung sebesar |-2,428| lebih besar dari 1,681 (α=0,05 ; df=45). Koefisien ROA bertanda negatif yang berarti bahwa setiap kenaikan ROA sebesar satu satuan akan menyebabkan penurunan hutang sebesar 0.470 satuan. Hasil ini sesuai

dengan hubungan yang diharapkan. Pertumbuhan perusahaan secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, karena karena nilai t hitung sebesar |-1,939| lebih besar dari 1,681 (α=0,05 ; df=45). Koefisien pertumbuhan perusahaan bertanda negatif yang berarti bahwa kenaikan pertumbuhan perusahaan sebesar satu satuan akan menyebabkan penurunan hutang perusahaan sebesar 3,803 satuan. Hasil ini sesuai dengan hubungan yang diharapkan.

Untuk uji secara keseluruhan (uji F), diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 4,770 lebih besar dari 2,430, yang merupakan nilai tabel F hasil interpolasi untuk α=0,05, N1=5 dan N2=45. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel tergantung. Nilai R^2 model sebesar 0,394 menunjukkan bahwa 39,40% variabilitas variabel tergantung dapat dijelaskan oleh variabel bebas yang ada, sedangkan sisanya sebesar 60,6% diterangkan oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam model.

5.3.4. Persamaan Kebijakan Dividen (DIV)

Hasil uji t pada persamaan kebijakan dividen, menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, karena nilai |t| hitung sebesar |-0,802| lebih kecil dari 1,681 yang merupakan nilai t tabel hasil interpolasi dengan α=0,05 dan df=46. Koefisien kepemilikan manajerial bertanda negatif yang berarti bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan risiko. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yang seharusnya negatif signifikan. Risiko secara parsial juga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, karena nilai t hitung sebesar |-0,957| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ;

df=46). Koefisien risiko bertanda negatif yang berarti bahwa risiko berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. Kebijakan hutang secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, karena nilai t hitung sebesar |-0,628| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ; df=46). Koefisien kebijakan hutang bertanda negatif yang berarti bahwa kebijakan hutang berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. Investasi secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, karena karena nilai t hitung sebesar |0,328| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ; df=46). Koefisien investasi bertanda positif yang berarti bahwa investasi berhubungan positif dengan kebijakan dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. ROA secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, karena nilai t hitung sebesar |-0,259| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ; df=46). Koefisien ROA bertanda negatif yang berarti bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan. Pertumbuhan perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, karena karena nilai t hitung sebesar |-1,037| lebih kecil dari 1,681 (α=0,05 ; df=46). Koefisien pertumbuhan perusahaan bertanda negatif yang berarti bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hasil ini kurang sesuai dengan hubungan yang diharapkan yang seharusnya negatif signifikan.

Untuk uji secara keseluruhan (uji F), diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 0,580 lebih kecil dari 2,430, yang merupakan nilai tabel F hasil interpolasi untuk α=0,05, N1=5 dan N2=45. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel bebas secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel tergantung.

Pengujian asumsi klasik model dilakukan pada masing-masing persamaan regresi hasil estimasi tahap II, yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heterokedastis dan uji autokorelasi.Untuk menguji normalisatas digunakan uji Chi kuadrat. Hasil pengujian normalitas ditunjukkan pada tabel 5.7 berikut ini.

Tabel 5.7.
Ringkasan Hasil Uji Chi-Kuadrat

	Chi-Square	df	Asymp. Sig
OWN	6.462	15	0.971
RISK	0.000	51	1.000
DEBT	0.000	51	1.000
DIV	0.962	50	1.000
VAL	1.846	49	1.000
ROA	0.000	51	1.000
GRTH	0.000	51	1.000
FIXED	0.000	51	1.000
SIZE	0.000	51	1.000
INST	6.462	15	0.971
INV	0.000	51	1.000

Sumber : Lampiran 9 B

Berdasarkan Tabel di atas hasil uji Chi-Kuadrat untuk data dari variabel-variabel kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang, kebijakan dividen, nilai ekuitas, ROA, pertumbuhan perusahaan, *operating leverage*, ukuran perusahaan, kepemilikan institusional dan investasi menunjukkan bahwa nilai X^2 hitung dari semua variabel tersebut lebih kecil daripada X^2 tabel sebesar 67,5048, maka data

semua variabel tersebut berdistribusi normal, sehingga uji t dan uji F dapat dipergunakan.

Hasil pengujian asumsi tidak terdapatnya multikolinieritas dapat dilihat dari nilai VIF masing-masing variabel bebas pada tabel di bawah ini:

Tabel 5.8.
Ringkasan Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel Independent	Nilai VIF			
	OWN	RISK	DEBT	DIV
OWN	0,000	2,704	39,344	1,393
RISK	1,421	0,000	3,599	3,898
DEBT	1,854	1,329	0,000	4,813
DIV	1,610	3,665	10,547	0,000
VAL	1,795	0,000	0,000	0,000
ROA	0,000	0,000	2,196	4,945
GRTH	0,000	0,000	4,427	2,840
FIXED	0,000	2,275	0,000	0,000
SIZE	0,000	1,337	0,000	0,000
INST	1,927	0,000	23,0802	0,000
INV	0,000	0,000	0,000	2,068

Sumber : Lampiran 8 C

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai VIF variabel-variabel kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kepemilikan institusional pada persamaan kebijakan hutang lebih dari 5, mengindikasikan adanya multikolinieritas pada masing-masing variabel tersebut. Oleh sebab itu dilakukan *difference* (membentuk data lag atau t-1) terhadap data variabel yang memiliki nilai VIF terbesar, yaitu kepemilikan manajerial. Hasil uji VIF untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas setelah dilakukan *difference* dapat dicermati pada tabel 5.9 .

Tabel 5.9.
Ringkasan Hasil Uji Multikolinieritas (Setelah dilakukan *Difference*)

Variabel Independent	Nilai VIF			
	OWN	RISK	DEBT	DIV
OWN	0,000	2,704	2,029	1,393
RISK	1,421	0,000	2,105	3,898
DEBT	1,854	1,329	0,000	4,813
DIV	1,610	3,665	2,433	0,000
VAL	1,795	0,000	0,000	0,000
ROA	0,000	0,000	1,157	4,945
GRTH	0,000	0,000	2,441	2,840
FIXED	0,000	2,275	0,000	0,000
SIZE	0,000	1,337	0,000	0,000
INST	1,927	0,000	2,137	0,000
INV	0,000	0,000	0,000	2,068

Sumber : Lampiran 8 C

Pada tabel 5.9 diketahui bahwa nilai VIF yang baru sebesar 2,029 untuk variabel kepemilikan manajerial, 2,105 untuk variabel risiko, 2,433 untuk variabel kebijakan dividen, 2,137 untuk variabel kepemilikan institusional, 1,157 untuk variabel ROA dan 2,441 untuk variabel pertumbuhan perusahaan, maka dapat dinyatakan sudah tidak terjadi multikolinieritas pada persamaan kebijakan hutang.

Hasil pengujian autokorelasi dalam model menunjukkan tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi yang digunakan. Kondisi ini dapat dilihat dari nilai statistik Durbin Watson persamaan regresi yang dapat dilihat pada tabel 5.10 berikut ini:

Tabel 5.10.
Ringkasan Hasil Uji Autokorelasi

Persamaan	Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
OWN	1,942	Tidak ada autokorelasi
RISK	1,623	Tidak ada autokorelasi
DEBT	0,897	Tidak ada autokorelasi
DIV	0,745	Tidak ada autokorelasi

Sumber : Lampiran 8 C

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai Durbin Watson berada pada rentang antara – 2 sampai 2, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi autokorelasi pada masing-masing persamaan tersebut.

Pengujian asumsi homoskedastisitas menunjukkan tidak terjadi heterokedastisitas pada residual persamaan regresi yang digunakan. Bukti ini dapat dilihat dengan membandingkan nilai probabilitas dengan taraf signifikansi 0,05. Hasil pengujian dapat dilihat pada tabel 5.11 berikut ini.

Tabel 5.11.
Ringkasan Hasil Uji Asumsi Homoskedastis

Variabel Independent	Variabel Dependen							
	OWN		RISK		DEBT		DIV	
	Prob	Sig	Prob	Sig	Prob	Sig	Prob	Sig
OWN	1,000	0,05	0,755	0,05	0,672	0,05	0,441	0,05
RISK	0,307	0,05	1,000	0,05	0,391	0,05	0,936	0,05
DEBT	0,790	0,05	0,668	0,05	1,000	0,05	0,949	0,05
DIV	0,881	0,05	0,838	0,05	0,975	0,05	1,000	0,05
VAL	0,434	0,05	-	-	-	-	-	-
ROA	-	-	-	-	0,236	-	0,365	0,05
GRTH	-	-	-	-	0,486	-	0,667	0,05
FIXED	-	-	0,986	0,05	-	-	-	-
SIZE	-	-	0,659	0,05	-	-	-	-
INST	0,585	0,05	-	-	0,679	0,05	-	-
INV	-	0,05	-	-	-	-	0,530	0,05

Sumber : Lampiran 9A

Dari tabel di atas dapat disimpulkan bahwa nilai probabilitas masing-masing variabel pada persamaan kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang dan kebijakan dividen lebih besar dari taraf signifikansi sebesar 0,05, sehingga tidak terjadi heterokedastisitas pada residual persamaan regresi yang dipergunakan, atau asumsi homokedastisitas terpenuhi.

BAB VI

PEMBAHASAN

6.1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Risiko memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, dan tidak mengkonfirmasi hasil penelitian Crutchley dan Hansen (1989) serta Jensen *et al.* (1992) yang menyatakan terdapat hubungan positif antara risiko dengan keoemilikan manajerial. Pengaruh yang negatif terjadi karena pada saat menghadapi ***return*** saham yang berfluktuasi (*high volatility*), manajer sedikit melibatkan kekayaan pribadi dalam kepemilikan saham perusahaan. Pada kondisi ini manajer melakukan diversifikasi kekayaan secara optimal pada kesempatan investasi lain, sehingga menurunkan risiko (Bathala *et al.* 1994). Tidak signifikannya hasil yang didapatkan karena kenaikan maupun penurunan risiko yang dihadapi perusahaan tidak terlalu berpengaruh terhadap komposisi kepemilikan manajerial. Kondisi ini terjadi disebabkan tipe kepemilikan manajerial di Indonesia yang terkonsentrasi (*closely held*), di mana sebagian besar perusahaan yang *listing* di BEJ merupakan perusahaan yang secara dominan dikontrol oleh keluarga atau individu pemilik perusahaan dan kebanyakan mereka juga memegang posisi manajemen. Di samping itu, struktur kepemilikan saham perusahaan yang *listing* di BEJ tersebut tidak banyak berubah sejak perusahaan-perusahaan tersebut melakukan *initial public offerings*.

Kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan estimasi negatif signifikan. Peningkatan penggunaan hutang akan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga akan meningkatkan *non-diversiable risk* pada manajer. Oleh sebab itu, manajer akan membatasi kepemilikan sahamnya (Chen dan Steiner, 1999).

Dalam konteks teori keagenan menunjukkan bahwa kebijakan hutang dapat menjadi pengganti (substitusi) alat kontrol keagenan dari kepemilikan oleh pihak manajer karena kebijakan hutang akan mampu memotivasi manajer untuk mengelola perusahaan dengan lebih efisien. Jensen (1986) menyatakan bahwa fungsi kontrol hutang lebih penting pada perusahaan dengan *cash flow* yang besar tetapi memiliki prospek pertumbuhan yang rendah karena tekanan untuk menghamburkan *cash flow* dengan menginvestasikan pada proyek-proyek yang tidak ekonomis sangat memungkinkan. Hubungan antara kebijakan hutang dengan kepemilikan manajerial yang tidak signifikan ini dapat dijelaskan dari pendapat di atas. Pada tabel 5.4 tampak bahwa perusahaan yang memiliki rasio hutang terbesar adalah PT. Eratex Djaja Limited pada tahun 2001 sebesar 52,8% memiliki prospek pertumbuhan (diwakili investasi) sebesar 10,15%,dan *cash flow* (diwakili ROA) sebesar 2,7%. Nilai ROA digunakan sebagai indikator besarnya *cash flow* karena nilai ROA yang semakin besar menunjukkan laba yang dihasilkan perusahaan juga semakin besar dan kemungkinan untuk menggunakannya sebagai sumber pendanaan investasi semakin besar pula. Di sisi lain, PT. Duta Pertiwi Nusantara yang memiliki rasio hutang terkecil sebesar 0,1% pada tahun 2000 memiliki prospek tumbuh sebesar 12,06% dan *cash flow* sebesar

17%. Kondisi ini cukup menjelaskan adanya kontradiksi dengan pendapat yang dikemukakan oleh Jensen (1986) tersebut. Di samping itu, apabila dilihat dari tipe kepemilikan perusahaan di Indonesia yang sebagian besar merupakan perusahaan yang dikontrol oleh keluarga, maka kebijakan struktur modal yang diambil kurang mempengaruhi kebijakan struktur kepemilikan saham oleh manajer.

Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial, artinya kenaikan rasio dividen menyebabkan turunnya kepemilikan saham suatu perusahaan oleh *insider*, begitu pula sebaliknya. Oleh karena itu, penelitian ini mendukung teori yang diajukan. Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dengan menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen, maka tindakan manajer yang tidak menguntungkan pemegang saham, misal *perquisites* dan investasi pada proyek-proyek yang tidak produktif dapat dihindari. Selain itu, pembayaran dividen yang tinggi dapat menjadi sinyal positif bagi pasar, sehingga akan menarik investor luar untuk berinvestasi di perusahaan, dan selanjutnya kepemilikan manajerial turun. Tandelilin dan Wilberforce (2002) mengatakan kebijakan dividen yang tinggi menyebabkan meningkatnya dana eksternal dari pasar modal yang selanjutnya akan meningkatkan pengawasan oleh pihak luar (perusahaan sekuritas, *investment banker*) terhadap kinerja perusahaan. Adanya pengawasan tersebut akan memaksa manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan, baik *insider* maupun *outsider*.

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, artinya semakin tinggi jumlah kepemilikan saham oleh pihak institusi, akan menyebabkan manajer menurunkan jumlah kepemilikan sahamnya dalam perusahaan, dan sebaliknya. Hasil ini

mengkonfirmasi teori yang diajukan sebelumnya, dan mendukung hasil penelitian Bathala *et al.,* (1994). Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal, sehingga manajer menghindari perilaku yang *opportunistic*. Kehadiran investor institusi sebagai *monitoring agent* yang efektif untuk mendisiplinkan tindakan manajer akan meningkatkan akuntabilitas manajerial. Berdasarkan hasil penelitian ini, kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial, sehingga dapat mengurangi konflik keagenan.

Variabel total nilai ekuitas memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini tidak mengkonfirmasi penelitian Chen dan Steiner (1999) serta Tandelilin dan Wilberforce (2002) di mana penelitian mereka menghasilkan estimasi negatif signifikan. Kondisi ini terjadi karena perusahaan besar membatasi kepemilikan manajerial dengan tujuan untuk menghindari *mal diversifiation practice*, sehingga manajer dapat mengurangi risiko. Hasil penelitian menjadi tidak signifikan karena karakteristik kepemilikan perusahaan di Indonesia yang terkonsentrasi, di mana *insider* juga bertindak sebagai manajer dan pemilik saham mayoritas, sehingga *insider* dapat bertindak sesuai dengan keinginannya dan faktor nilai ekuitas tidak terlalu menjadi masalah bagi *insider* untuk memiliki saham di Indonesia.

6.2. Pembahasan Persamaan Risiko

Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko. Hasil ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan, dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Black dan Scholes (1973), Galai dan Masulis (1976), serta Sounders *et al.* (1990) yang menyatakan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap risiko perusahaan. Pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap risiko disebabkan karena

perusahaan yang mempunyai tingkat risiko tinggi tidak menjanjikan pembayaran dividen yang tinggi, sehingga manajer cenderung tidak berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai risiko tinggi (Crutchley *et al.*, 1999). Selain itu, pada tingkat risiko tinggi manajer berprilaku *risk aversion*, sehingga mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham. Manajer memilih mengalihkan kekayaan pribadi pada investasi lain atau pada lembaga keuangan (Chen *et al.*, 1998).

Tabel 6.1
Kepemilikan Manajerial dan Risiko Perusahaan Sampel Tahun 1999-2002

KODE	TAHUN	MANAGERIAL OWNERSHIP	RISIKO	KODE	TAHUN	MANAGERIAL OWNERSHIP	RISIKO
AQUA	1999	75.35%	0.170928	AQUA	2001	75.35%	0.295662
BATA	1999	65%	0.491043	BATA	2001	65%	0.071806
DLTA	1999	58.3%	0.451626	DLTA	2001	58.3%	0.043233
DPNS	1999	56.84%	0.301789	DPNS	2001	56.84%	0.124056
EKAD	1999	79.08%	0.298004	EKAD	2001	79.08%	0.117053
ERTX	1999	25.00%	0.302532	ERTX	2001	33.01%	0.210733
FAST	1999	44%	0.592721	FAST	2001	44%	0.256455
GGRM	1999	68.55%	0.14322	GGRM	2001	68.55%	0.084346
INCI	1999	68.73%	0.213386	INCI	2001	68.73%	0.148347
MRAT	1999	70.93%	0.193781	MRAT	2001	70.93%	0.140475
PBRX	1999	26.96%	0.270055	PBRX	2001	26.96%	0.132272
SMSM	1999	69.93%	0.199987	SMSM	2001	69.93%	0.062008
TSPC	1999	66.06%	0.882311	TSPC	2001	66.06%	0.105839
AQUA	2000	75.35%	0.314291	AQUA	2002	75.35%	0.12319
BATA	2000	65%	0.076549	BATA	2002	65%	0.177923
DLTA	2000	58.3%	0.110604	DLTA	2002	58.3%	0.064503
DPNS	2000	56.84%	0.116199	DPNS	2002	56.84%	0.080496
EKAD	2000	79.08%	0.395685	EKAD	2002	79.08%	0.098951
ERTX	2000	25.00%	0.073184	ERTX	2002	56%	0.156364
FAST	2000	44%	0.091112	FAST	2002	44%	0.095228
GGRM	2000	68.55%	0.159957	GGRM	2002	1.74%	0.130301
INCI	2000	68.73%	0.039288	INCI	2002	68.73%	0.130601
MRAT	2000	70.93%	0.22541	MRAT	2002	70.93%	0.35031
PBRX	2000	26.96%	0.059271	PBRX	2002	26.96%	0.242354
SMSM	2000	69.93%	0.133187	SMSM	2002	69.93%	0.071186
TSPC	2000	66.06%	0.100372	TSPC	2002	66.13%	0.170419

Sumber: Lampiran 2 dan 6

Pada tabel 6.1 di atas terlihat bahwa struktur kepemilikan manajerial komposisinya tidak banyak mengalami perubahan, sedangkan risiko perusahaan cukup fluktuatif. Sebagai contoh PT. Aqua Golden Mississipi yang memiliki komposisi kepemilikan manajerial yang konstan dari tahun 1999-2002 sebesar 75,35%, sedangkan tingkat risiko (diwakili oleh standard deviasi *return* saham) yang dimiliki perusahaan berfluktuasi yaitu 0,17 pada tahun 1999, 0,31 pada

tahun 2000, 0,29 pada tahun 2001, sedangkan pada tahun 2002 sebesar 0,12. Kondisi inilah yang menyebabkan hasil penelitian menjadi tidak signifikan, sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasi.

Kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap risiko. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap risiko. Pengaruh negatif yang terjadi karena semakin tinggi tingkat risiko yang dihadapi perusahaan menyebabkan perusahaan tidak dapat menjanjikan pembayaran bunga yang tinggi, sehingga perusahaan mengalami kesulitan mendapatkan pinjaman dari pihak kreditur. Lebih lanjut, perusahaan dengan risiko bisnis tinggi menyebabkan kemungkinan kebangkrutan yang tinggi pula, sehingga perusahaan menerapkan kebijakan hutang yang rendah.

Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko. Hasil ini tidak mengkonfirmasi penelitian Venkatesh (1989) serta Chen dan Steiner (1999) yang menghasilkan pengaruh negatif dan signifikan. Penetapan dividen yang tinggi memberi sinyal positif terhadap pertumbuhan laba dimasa mendatang, sehingga semakin tinggi jumlah dividen yang dibagikan berarti semakin baik kinerja perusahaan (Lintner: 1956). Pembagian dividen yang tinggi diharapkan dapat memberikan informasi yang akurat kepada pihak investor mengenai kinerja perusahaan, sehingga investor tertarik untuk membeli saham. Kondisi ini menyebabkan peningkatan harga saham, sehingga perusahaan menghadapai fluktuasi *return* saham yang rendah atau berada pada tingkat risiko rendah. Sebaliknya, pemotongan dividen menandakan bahwa perusahaan memerlukan dana yang tidak dapat diatasi dari dana internal. Keadaan ini

menimbulkan penilaian buruk terhadap kinerja finansial perusahaan, sehingga mempengaruhi stabilitas harga saham. Pergerakan harga saham yang tidak stabil menunjukkan tingkat risiko tinggi.

Ketidaksignifikanan pada hubungan ini disebabkan kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan tidak menimbulkan pengaruh yang berarti terhadap harga saham perusahaan. Seperti yang terlihat pada tabel 6.2, hanya 38,5% atau 20 dari 52 sampel yang membagikan dividen di atas rata-rata (34,3%), dan dari 20 sampel tersebut hanya 13 sampel yang tingkat risikonya berada di bawah tingkat risiko rata-rata perusahaan (19,4%). Contohnya PT. Mustika Ratu pada tahun 2002 membagikan dividen sebesar 75% dari laba bersih per sahamnya, akan tetapi tingkat risiko yang dimiliki perusahaan masih jauh di atas rata-rata. Sebaliknya, PT. Intan Wijaya Internasional pada tahun 2000 hanya membagikan dividen sebesar 0,253 yang nilainya di bawah rata-rata perusahaan, akan tetapi memiliki tingkat risiko yang rendah, yaitu sebesar 3,9%. Kondisi ini dipengaruhi oleh efisiensi pasar modal di Indonesia yang masih bersifat lemah (*weak-form efficiency*), sehingga fluktuasi harga saham yang terbentuk sebagai *proxy* dari risiko tidak menggambarkan kondisi fundamental perusahaan.

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) yang menghasilkan pengaruh negatif dan signifikan. Semakin besar jumlah aset yang dimiliki oleh perusahaan menyebabkan semakin kecil risiko. Apabila perusahaan memiliki aset pada skala besar, maka perusahaan dapat melakukan diversifikasi pada berbagai unit bisnis untuk mengurangi risiko.

Tabel 6.2
Dividen, Ukuran Perusahaan, Fixed Asset dan Risiko
Perusahaan Sampel Tahun 1999-2002

KODE	TAHUN	DIVIDEN	UKURAN PERUSAHAAN	FIXED ASSET	RISIKO
AQUA	1999	0.295	12.287	0.3764	0.170928
BATA	1999	0.3482	11.93	0.2371	0.491043
DLTA	1999	0.0983	12.63	0.5742	0.451826
DPNS	1999	0.1961	11.591	0.1085	0.301789
EKAD	1999	0.361	10.91	0.2241	0.298004
ERTX	1999	0.3103	12.756	0.2418	0.302532
FAST	1999	0.4015	11.812	0.2684	0.592721
GGRM	1999	0.4227	15.905	0.1708	0.14322
INCI	1999	0.2538	11.677	0.1662	0.213386
MRAT	1999	0.5669	12.33	0.1921	0.193781
PBRX	1999	0.1852	11.456	0.2505	0.270055
SMSM	1999	0.2	12.624	0.4563	0.199987
TSPC	1999	0.2513	13.895	0.2318	0.882311
AQUA	2000	0.1711	12.7397	0.5465	0.314291
BATA	2000	0.7288	12.2445	0.2293	0.076549
DLTA	2000	0.1397	12.8649	0.431	0.110604
DPNS	2000	0.3623	11.8295	0.009	0.116199
EKAD	2000	0.5515	10.9751	0.1984	0.395685
ERTX	2000	0.463	13.1519	0.2233	0.073184
FAST	2000	0.1864	12.1377	0.2342	0.091112
GGRM	2000	0.4288	16.199	0.15	0.159957
INCI	2000	0.2525	11.9304	0.364	0.039288
MRAT	2000	0.5102	12.5368	0.1768	0.22541
PBRX	2000	0.1795	11.6595	0.1946	0.059271
SMSM	2000	0.2511	13.1803	0.4724	0.133187
TSPC	2000	0.194	14.172	0.1841	0.100372
AQUA	2001	0.1713	13.1492	0.5631	0.295662
BATA	2001	0.3073	12.3145	0.2487	0.071806
DLTA	2001	0.1436	12.7554	0.4642	0.043233
DPNS	2001	0.2907	11.7877	0.0791	0.124056
EKAD	2001	0.6716	10.9973	0.1946	0.117053
ERTX	2001	0.2239	13.0368	0.3012	0.210733
FAST	2001	0.1897	12.2561	0.2607	0.256455
GGRM	2001	0.2765	16.4144	0.163	0.084346
INCI	2001	0.2857	11.9972	0.3367	0.148347
MRAT	2001	0.7471	12.5948	0.1771	0.140475
PBRX	2001	0.2119	11.9737	0.152	0.132272
SMSM	2001	0.4286	13.2482	0.5056	0.062008
TSPC	2001	0.5682	14.3247	0.1696	0.105839
AQUA	2002	0.1712	13.2093	0.6212	0.12319
BATA	2002	0.3091	12.2553	0.2587	0.177923
DLTA	2002	0.1429	12.8467	0.4098	0.064503
DPNS	2002	0.4762	11.7409	0.1458	0.080496
EKAD	2002	0.5357	10.9766	0.2136	0.098951
ERTX	2002	0.2273	12.9449	0.3038	0.156364
FAST	2002	0.1905	12.4065	0.2685	0.095228
GGRM	2002	0.2765	16.5533	0.2459	0.130301
INCI	2002	0.3448	12.008	0.3224	0.130601
MRAT	2002	0.75	12.583	0.1944	0.35031
PBRX	2002	0.0714	11.8554	0.1593	0.242354
SMSM	2002	0.9677	13.2421	0.4517	0.071186
TSPC	2002	0.569	14.4124	0.191	0.170419
Rata-rata risiko = 19,4%					
Rata-rata dividen = 34,3%					
Rata-rata ukuran perusahaan = 12,72					
Rata-rata *fixed asset* = 27,52%					

Sumber: Lampiran 4 dan 6

Hasil penelitian ini tidak signifikan karena ukuran perusahaan tidak tercermin sepenuhnya pada fluktuasi harga saham perusahaan yang merupakan *proxy* dari risiko. Tabel 6.2 menunjukkan bahwa hanya 20 dari 52 sampel (38,5%) yang memiliki ukuran perusahaan di atas rata-rata perusahaan (12,72), dan dari 20 sampel tersebut hanya 15 sampel yang mempunyai tingkat risiko di bawah rata-rata (0,194). Contohnya PT. Aqua Golden Missisipi pada tahun 2001 memiliki ukuran perusahaan di atas rata-rata, yaitu sebesar 13,1492 tetapi tingkat risikonya berada di atas rata-rata perusahaan sebesar 0,3957. Sebaliknya, PT. Ekadharma Tape Ind pada tahun 2002 memiliki ukuran perusahaan hanya sebesar 10,9766 akan tetapi memiliki risiko yang jauh lebih rendah di bawah rata-rata perusahaan yaitu sebesar 0,0989.

Operating leverage memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap risiko. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Sounders *et al.* (1990) serta Chen *et al.* (1998) yang menyatakan bahwa *operating leverage* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap risiko. Peningkatan jumlah aset yang dimiliki perusahaan dianggap sebagai sinyal positif oleh pasar, karena dengan jumlah aset yang besar diharapkan perusahaan dapat melakukan diversifikasi kedalam berbagai unit bisnis yang menguntungkan, sehingga dapat memperkecil risiko. Pengaruh yang tidak signifikan dikarenakan jumlah *fixed asset* perusahaan tidak sepenuhnya tercermin pada fluktuasi harga saham perusahaan yang merupakan *proxy* dari risiko. Pada Tabel 6.2 tampak bahwa hanya 16 sampel dari 52 sampel atau 30,76% perusahaan yang memiliki jumlah aktiva tetap di atas rata-rata (27,52%), dan hanya 12 sampel dari 16 sampel tersebut yang memiliki risiko perusahaan di bawah rata-rata (19,4%).

6.3. Pembahasan Persamaan Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak mendukung hipotesis yang diajukan, yang seharusnya menghasilkan estimasi negatif signifikan. Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan temuan Chen dan Steiner (1999) yang mengindikasikan adanya pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang. Seiring dengan meningkatnya kepemilikan oleh pihak manajemen akan mengarah pada terjadinya pengurangan tingkat hutang yang disebabkan karena pengaruh monitoring yang saling bersubstitusi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial yang cenderung besar pada suatu perusahaan menyebabkan kekayaan manajer tidak terdiversifikasi, sehingga manajer menghadapi risiko yang semakin tinggi pula. Oleh karena itu, untuk mengamankan posisinya tersebut, manajer berusaha menurunkan risiko tersebut melalui penggunaan tingkat hutang yang lebih rendah agar dapat mengurangi kemungkinan terjadinya *financial distress* dan risiko kebangkrutan perusahaan. Pengaruh yang tidak signifikan dari kepemilikan manajerial terhadap kebijakan hutang disebabkan karena perubahan kepemilikan manajerial hanya memberikan pengaruh yang kecil terhadap kebijakan hutang yang diambil. Pengaruh yang kecil ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan tidak mendasarkan pada persentase kepemilikan manajerial di perusahaan, akan tetapi masih banyak faktor lain yang dipertimbangkan, seperti stabilitas penjualan, struktur aset, profitabilitas, tingkat pajak, tingkat pertumbuhan dan sebagainya.

Risiko mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini berarti mendukung teori yang diajukan. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Jensen *et al.* (1992) yang menyatakan bahwa peningkatan risiko diantisipasi dengan penurunan penggunaan hutang, sehingga perusahaan dapat memperkecil kemungkinan menghadapi risiko kebangkrutan dan *financial distress*.

Kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang diajukan sebelumnya. Penelitian ini juga konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen (1984), Jensen *et al.* (1992). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dalam mengontrol konflik keagenan. Bagi perusahaan yang telah menetapkan dividen tinggi, kebijakan tersebut menyebabkan perusahaan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam proporsi kecil. Kondisi ini menyebabkan perusahaan sedikit memiliki sumber internal untuk membayar hutang, sehingga perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Pendapat lain menjelaskan bahwa peningkatan dividen memberikan sinyal positif bagi kinerja perusahaan, sehingga membuka peluang memasuki pasar modal. Manajer menggunakan saham untuk membiayai operasional atau membayar dividen tanpa harus menggunakan hutang. Peningkatan dividen akan diikuti dengan penurunan penggunaan hutang.

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian Bathala *et al.* (1994) yang menyatakan pengaruh negatif dan signifikan antara

kepemilikan institusional terhadap tingkat hutang perusahaan. Kondisi ini bisa terjadi karena jumlah saham yang dimiliki oleh institusi pada perusahaan yang *listing* di BEJ cukup besar, sedangkan beberapa dari institusi tersebut merupakan anak perusahaan yang berafiliasi dengan perusahaan induk. Akibatnya, institusi lebih mengakomodir kepentingan pihak manajemen. Dalam menghadapi proyek yang berisiko tinggi, adakalanya pihak manajemen memilih sumber pendanaan dari hutang karena jika proyek tersebut berhasil maka pihak manajemen akan memperoleh keuntungan yang relatif besar, sedangkan kreditur hanya memperoleh sebatas bunga dari uang yang dipinjamkannya. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi karena pengaruh yang dihasilkan tidak signifikan.

Tabel 6.3 menunjukkan bahwa hanya 22 sampel dari 52 sampel atau sebesar 42,3% sampel yang kepemilikan institusionalnya berada di atas rata-rata (18,89%), dan hanya 6 sampel (27,3,3%) dari 22 sampel ini yang mempunyai tingkat hutang melebihi tingkat hutang rata-rata sebesar 0,0098, sehingga hasil penelitian menjadi tidak signifikan.

Tabel 6.3
Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang
Perusahaan Sampel Tahun 1999-2002

KODE	TAHUN	KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL	HUTANG	KODE	TAHUN	KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL	HUTANG
AQUA	1999	15.64%	0.0786	AQUA	2001	15.64%	0.0348
BATA	1999	15.6%	0.0051	BATA	2001	15.6%	0.0328
DLTA	1999	26.3%	0.2208	DLTA	2001	26.3%	0.0548
DPNS	1999	1.00%	0.0023	DPNS	2001	1.00%	0.0469
EKAD	1999	8.00%	0.006	EKAD	2001	8.00%	0.0077
ERTX	1999	49.40%	0.4904	ERTX	2001	49.41%	0.5284
FAST	1999	36%	0.244	FAST	2001	36%	0.0901
GGRM	1999	5.94%	0.0173	GGRM	2001	5.94%	0.0142
INCI	1999	27.24%	0.0165	INCI	2001	27.24%	0.0046
MRAT	1999	9.45%	6E-05	MRAT	2001	9.45%	0.0013
PBRX	1999	26.25%	0.254	PBRX	2001	26.25%	0.1534
SMSM	1999	22.5%	0.0429	SMSM	2001	22.5%	0.2032
TSPC	1999	8.34%	0.0201	TSPC	2001	8.34%	0.0084
AQUA	2000	15.64%	0.0319	AQUA	2002	15.64%	0.0804
BATA	2000	15.6%	0.0324	BATA	2002	15.6%	0.0348
DLTA	2000	26.3%	0.1799	DLTA	2002	26.3%	0.0504
DPNS	2000	1.00%	0.0011	DPNS	2002	1.00%	0.0627
EKAD	2000	8.00%	0.0055	EKAD	2002	8.00%	0.0069
ERTX	2000	49.40%	0.4571	ERTX	2002	19.61%	0.4589
FAST	2000	36%	0.1611	FAST	2002	36%	0.0923
GGRM	2000	5.94%	0.0157	GGRM	2002	5.32%	0.014
INCI	2000	27.24%	0.0114	INCI	2002	27.24%	0.0065
MRAT	2000	9.45%	0.0197	MRAT	2002	9.45%	0.0029
PBRX	2000	26.25%	0.1979	PBRX	2002	26.25%	0.193
SMSM	2000	22.5%	0.2104	SMSM	2002	22.5%	0.2103
TSPC	2000	8.34%	0.0209	TSPC	2002	14.39%	0.0063

Sumber: Lampiran 2 dan 6

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang. Pada tingkat profitabilitas rendah perusahaan menggunkan hutang untuk membiayai opersional perusahaan. Sebaliknya, pada tingkat profitabilitas tinggi perusahaan mengurangi penggunaan hutang. Hasil ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan, sehingga mengandalkan sumber internal untuk mendanai perusahaan. Berdasarkan alasan ini, pada saat memiliki profitabilitas tinggi perusahaan menggunakan sumber internal dan menggunakan hutang rendah, tetapi pada saat mengalami profitabilitas rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan temuan Myers dan Majluf (1984).

Tingkat pertumbuhan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, artinya semakin tinggi tingkat pertumbuhan akan menyebabkan

peningkatan jumlah hutang perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung temuan penelitian Moh'd *et al.* (1998) dan Bathala *et al.* (1994). Kondisi ini disebabkan pada tingkat pertumbuhan perusahaan yang rendah perusahaan menggunakan hutang tinggi atau sebaliknya. Pertumbuhan perusahaan yang rendah mengindikasikan laba yang dihasilkan oleh perusahaan juga rendah. Akibatnya, perusahaan tidak memiliki sumber internal, sehingga diantisipasi dengan menggunakan hutang.

6.4. Pembahasan Persamaan Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Jika tingkat kepemilikan oleh *insider* semakin besar, maka manajer tidak akan membayar dividen yang besar, tetapi akan meningkatkan gajinya, (Jensen *et al*, 1992). *If the insider owners hold the major share of the company then management naturally prefers not to declare more dividens but increases directors fees and so on.* Selain itu, penetapan dividen yang rendah pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi juga disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal (Rozeff, 1982).

Pada tabel 6.4 tampak bahwa 26 sampel atau 50% dari 52 sampel sahamnya dimiliki oleh pihak manajer dengan tingkat kepemilikan melebihi rata-rata sampel (59,37%), tetapi hanya 12 sampel atau 46% dari ke 26 sampel tersebut yang membagikan dividen di bawah rata-rata (34,3%)

Tabel 6.4
Dividen, Ukuran Perusahaan, Fixed Asset dan Risiko
Perusahaan Sampel Tahun 1999-2002

KODE	TAHUN	DIVIDEN	KEPEMILIKAN MANAJERIAL	HUTANG	RISIKO	INVESTASI
AQUA	1999	0.295	75.35%	0.0786	0.170928	12.5696
BATA	1999	0.3482	65%	0.0051	0.491043	12.6368
DLTA	1999	0.0983	58.3%	0.2208	0.451826	12.3615
DPNS	1999	0.1961	56.84%	0.0023	0.301789	12.4345
EKAD	1999	0.361	79.08%	0.006	0.298004	12.419
ERTX	1999	0.3103	25.00%	0.4904	0.302532	12.3739
FAST	1999	0.4015	44%	0.244	0.592721	12.4419
GGRM	1999	0.4227	68.55%	0.0173	0.14322	14.3983
INCI	1999	0.2538	68.73%	0.0165	0.213386	12.4419
MRAT	1999	0.5669	70.93%	6E-05	0.193781	12.4066
PBRX	1999	0.1852	26.96%	0.254	0.270055	12.4486
SMSM	1999	0.2	69.93%	0.0429	0.199987	12.503
TSPC	1999	0.2513	66.06%	0.0201	0.882311	9.49867
AQUA	2000	0.1711	75.35%	0.0319	0.314291	12.4983
BATA	2000	0.7288	65%	0.0324	0.076549	12.2053
DLTA	2000	0.1397	58.3%	0.1799	0.110604	12.3221
DPNS	2000	0.3623	56.84%	0.0011	0.116199	12.0602
EKAD	2000	0.5515	79.08%	0.0055	0.395685	11.9008
ERTX	2000	0.463	25.00%	0.4571	0.073184	12.6508
FAST	2000	0.1864	44%	0.1611	0.091112	12.184
GGRM	2000	0.4288	68.55%	0.0157	0.159957	14.8837
INCI	2000	0.2525	68.73%	0.0114	0.039288	12.0878
MRAT	2000	0.5102	70.93%	0.0197	0.22541	12.1843
PBRX	2000	0.1795	26.96%	0.1979	0.059271	12.0137
SMSM	2000	0.2511	69.93%	0.2104	0.133187	12.8209
TSPC	2000	0.194	66.06%	0.0209	0.100372	13.1001
AQUA	2001	0.1713	75.35%	0.0348	0.295662	12.4457
BATA	2001	0.3073	65%	0.0326	0.071806	11.4789
DLTA	2001	0.1436	58.3%	0.0548	0.043233	10.6325
DPNS	2001	0.2907	56.84%	0.0469	0.124056	11.238
EKAD	2001	0.6716	79.08%	0.0077	0.117053	11.3253
ERTX	2001	0.2239	33.01%	0.5284	0.210733	10.1494
FAST	2001	0.1897	44%	0.0901	0.256455	11.5624
GGRM	2001	0.2765	68.55%	0.0142	0.084346	14.8038
INCI	2001	0.2857	68.73%	0.0046	0.148347	11.4304
MRAT	2001	0.7471	70.93%	0.0013	0.140475	11.4949
PBRX	2001	0.2119	26.96%	0.1534	0.132272	11.7307
SMSM	2001	0.4286	69.93%	0.2032	0.062008	11.6851
TSPC	2001	0.5682	66.06%	0.0084	0.105839	12.6673
AQUA	2002	0.1712	75.35%	0.0804	0.12319	11.2401
BATA	2002	0.3091	65%	0.0348	0.177923	10.3577
DLTA	2002	0.1429	58.3%	0.0504	0.064503	11.2575
DPNS	2002	0.4762	56.84%	0.0627	0.080496	10.5536
EKAD	2002	0.5357	79.08%	0.0069	0.098951	10.6715
ERTX	2002	0.2273	56%	0.4589	0.156364	8.30003
FAST	2002	0.1905	44%	0.0923	0.095228	11.2702
GGRM	2002	0.2765	1.74%	0.014	0.130301	14.5328
INCI	2002	0.3448	68.73%	0.0065	0.130601	10.7382
MRAT	2002	0.75	70.93%	0.0029	0.35031	10.6176
PBRX	2002	0.0714	26.96%	0.193	0.242354	10.1904
SMSM	2002	0.9677	69.93%	0.2103	0.071186	10.6192
TSPC	2002	0.569	66.13%	0.0063	0.170419	12.1907
Rata-rata dividen = 34,3 Rata-rata risiko = 19,4 Rata-rata kepemilikan manajerial = 59,37% Rata-rata investasi = 11,90						

Sumber: Lampiran 2, 4 dan 6

Contohnya PT. Ekadharma Tape Ind yang memiliki struktur kepemilikan manajerial sebesar 79,08% pada tahun 2000 justru membagikan dividen jauh di atas rata-rata perusahaan, yaitu sebesar 55,15% dari laba bersih per saham perusahaan. Bahkan, pada tahun 2001 perusahaan ini membagikan dividen sebesar 67,16% dari laba yang didapat. Dengan demikian, hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisir. Hasil penelitian ini tidak mengkonfirmasi penelitian Chen dan Steiner (1999), jensen *et al.* (1992), Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa substitusi antara kepemilkan manajerial dengan kebijakan dividen dapat mengurangi konflik keagenan.

Kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Jensen *et al.* (1992), Chen dan Steiner (1999), Jensen (1986) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif signifikan antara kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Penggunaan hutang menimbulkan kewajiban melunasi hutang dan membayar beban bunga, sehingga akan mengurangi *free cash flow*. Kewajiban ini menyebabkan perusahaan memiliki laba bersih yang rendah, sehingga menetapkan dividen rendah. Perusahaan yang memiliki beban keuangan tetap cenderung tidak membayarkan dividen pada saat yang bersamaan, sehingga penggunaan hutang akan mengurangi tingkat dividen yang dibayarkan.

Pada tabel 6.4 terlihat bahwa 36 sampel atau 69,2% dari 52 sampel perusahaan yang memiliki tingkat hutang di bawah rata-rata (9,88%). Dari 36 sampel ini, 20 sampel perusahaan membagikan dividen di bawah rata-rata (34,3%). Artinya hampir separuh dari perusahaan dengan tingkat hutang yang rendah juga membagikan dividen dengan rasio yang rendah. Kondisi ini

memungkinkan pengaruh yang tidak signifikan antara kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen.

Risiko memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Kale dan Noe (1990) serta Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan dari risiko terhadap kebijakan dividen. Pada kasus di Indonesia, perusahaan menghadapi pertumbuhan aliran kas yang tidak stabil karena belum pulihnya kondisi perekonomian di Indonesia pasca krisis moneter tahun 1997. Kondisi ini menyebabkan perusahaan mengalami risiko tinggi dan dapat diantisipasi dengan menetapkan dividen rendah agar perusahaan dapat menghindari pemotongan dividen di masa yang akan datang serta mengalokasikan sebagian keuntungan pada laba ditahan.

Ketidaksignifikanan pada hubungan ini disebabkan karena hanya sebanyak 18 dari 52 sampel (34,6%) memiliki tingkat risiko di atas rata-rata (19,4%), dan dari 18 sampel tersebut hanya 10 sampel yang membagikan dividen di bawah rata-rata (34,3%). Pada tabel 6.4, PT. Fast Food Indonesia pada tahun 1999 memiliki tingkat risiko sebesar 59,27% jauh di atas rata-rata risiko perusahaan, akan tetapi berani membagikan dividen dalam jumlah yang cukup besar yaitu 40,15% dari laba yang diperoleh. Demikian juga PT. Tempo Scan Pasific yang pada tahun 1999 tingkat risikonya 0,882, merupakan tingkat risiko tertinggi selama periode penelitian, tetapi masih membagikan dividen dengan rasio 25,12%. Kedua perusahaan tersebut merupakan contoh perusahaan yang tetap membagikan dividen dalam jumlah besar meskipun tingkat risiko yang dimiliki perusahaan juga tinggi. Kebijakan ini dimaksudkan untuk memberikan sinyal

positif atas kinerja perusahaan guna menarik investor yang akan menanamkan modalnya.

Investasi memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak konsisten dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan bahwa peningkatan investasi menyebabkan perusahaan menetapkan dividen yanng rendah. Penetapan dividen pada tingkat rendah menyebabkan perusahaan memiliki sumber internal tinggi untuk keperluan investasi. Sebaliknya, hasil penelitian menyatakan bahwa peningkatan pengeluaran modal menyebabkan perusahaan meningkatkan pembayaran dividen. Kondisi ini disebabkan dividen memberikan sinyal positif atas pertumbuhan penjualan perusahaan, sehingga perusahaan dinilai memiliki kinerja yang baik. Berdasarkan alasan ini perusahaan dalam melakukan investasi mempertahankan tingkat dividen yang tinggi.

Pada tabel 6.4 dapat dilihat bahwa 28 dari 52 sampel (53,8%) memiliki tingkat investasi di atas rata-rata (11,9025), sedangkan yang membagikan dividen di atas rata-rata dari 28 sampel tersebut hanya sebanyak 12 sampel. Dengan demikian, pengaruh investasi terhadap kebijakan dividen menjadi tidak signifikan. Ketidaksignifikanan ini juga disebabkan karena ada beberapa perusahaan yang memiliki tingkat investasi yang tinggi memilih sumber internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya, sehingga jumlah dividen yang dibagikan kecil. Contohnya adalah PT. Delta Djakarta (1999), PT. Duta Pertiwi Nusantara (1999), PT. Pan Brothers Tex (1999), PT. Aqua Golden Mississippi (2000), PT. Delta Djakarta (2000), PT. Duta Pertiwi Nusantara (2000), PT. Tempo Scan

Pasific (2000), PT. Aqua Golden Mississippi (2001), dan PT. Gudang Garam (2001).

Profitabilitas memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Jensen *et al.* (1992) yang menyatakan terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Kondisi ini disebabkan peningkatan profitabilitas menyebabkan perusahaan meningkatkan laba ditahan sebagai sumber internal. Tindakan ini berarti perusahaan menurunkan dividen. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menjadi tidak signifikan disebabkan oleh rendahnya peluang pertumbuhan perusahaan. Pada deskripsi data penelitian (tabel 5.4) tampak rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan 10,09% yang relatif lebih rendah daripada rata-rata profitabilitas yang besarnya 18,12% dan rata-rata rasio dividen sebesar 34,34%. Artinya masih banyak perusahaan di Indonesia yang lebih memilih membayarkan dividen dalam jumlah yang besar apabila terjadi peningkatan keuntungan karena dapat memberikan sinyal positif bagi pasar, sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan. Sebagai contoh pada lampiran 4 ditunjukkan oleh PT. Sepatu Bata pada tahun 2000 yang membagikan dividen sebesar 72,88%, sedangkan tingkat profitabilitasnya 44,54% dan tingkat pertumbuhan perusahaan hanya 10,26%.

Tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, artinya semakin tinggi pertumbuhan perusahaan akan menyebabkan dividen yang dibagikan semakin rendah, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Jensen *et al.* (1992), Tandelilin dan Wilberforce (2002), serta Chen dan Steiner (1999) yang

menyatakan estimasi negatif signifikan. Kondisi ini dikarenakan perusahaan dalam membiayai pertumbuhan menggunakan sumber internal, sehingga menurunkan pembayaran dividen. Hasil penelitian ini tidak signifikan karena perusahaan kurang mempertimbangkan tingkat pertumbuhan sebagai penentu kebijakan dividen. Rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan pada periode observasi (2000-2002) adalah 10,09%.

Tabel 6.5
Tingkat Pertumbuhan dan Kebijakan Dividen
Perusahaan Sampel Tahun 1999-2002

KODE	TAHUN	GROWTH	DIVIDEN	KODE	TAHUN	GROWTH	DIVIDEN
AQUA	1999	1.0172	0.295	AQUA	2001	1.0321	0.1713
BATA	1999	1.0203	0.3482	BATA	2001	1.0057	0.3073
DLTA	1999	0.9966	0.0983	DLTA	2001	0.9915	0.1436
DPNS	1999	1.0036	0.1961	DPNS	2001	0.9965	0.2907
EKAD	1999	1.0008	0.361	EKAD	2001	1.002	0.6716
ERTX	1999	0.9977	0.3103	ERTX	2001	0.9912	0.2239
FAST	1999	1.004	0.4015	FAST	2001	1.0098	0.1897
GGRM	1999	1.0135	0.4227	GGRM	2001	1.0133	0.2765
INCI	1999	1.0047	0.2538	INCI	2001	1.0056	0.2857
MRAT	1999	0.9991	0.5669	MRAT	2001	1.0046	0.7471
PBRX	1999	1.0077	0.1852	PBRX	2001	1.0269	0.2119
SMSM	1999	1.006	0.2	SMSM	2001	1.0051	0.4286
TSPC	1999	0.9861	0.2513	TSPC	2001	1.0108	0.5682
AQUA	2000	1.0368	0.1711	AQUA	2002	1.0046	0.1712
BATA	2000	1.0264	0.7288	BATA	2002	0.9952	0.3091
DLTA	2000	1.0186	0.1397	DLTA	2002	1.0072	0.1429
DPNS	2000	1.0206	0.3623	DPNS	2002	0.996	0.4762
EKAD	2000	1.0059	0.5515	EKAD	2002	0.9981	0.5357
ERTX	2000	1.031	0.463	ERTX	2002	0.9929	0.2273
FAST	2000	1.0276	0.1864	FAST	2002	1.0123	0.1905
GGRM	2000	1.0185	0.4288	GGRM	2002	1.0085	0.2765
INCI	2000	1.0217	0.2525	INCI	2002	1.0009	0.3448
MRAT	2000	1.0168	0.5102	MRAT	2002	0.9991	0.75
PBRX	2000	1.0177	0.1795	PBRX	2002	0.9901	0.0714
SMSM	2000	1.0441	0.2511	SMSM	2002	0.9995	0.9677
TSPC	2000	1.0199	0.194	TSPC	2002	1.0061	0.569
Rata-rata *growth* = 10,09%							
Rata-rata dividen = 34,3%							

Sumber: Lampiran 6

Pada tabel 6.5 dapat dilihat dari 52 sampel, terdapat 32 sampel atau 61,5% yang pertumbuhannya di bawah rata-rata. Kondisi ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan di bawah rata-rata (*low growth*). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah tidak

membutuhkan dana yang besar (yang berasal dari laba ditahan), sehingga tidak terlalu mempengaruhi proporsi laba perusahaan yang dibagikan untuk investor. Pada tabel 6.4 tampak 20 sampel perusahaan membagikan dividen di atas rata-rata (34,34%). Artinya lebih dari 50% sampel perusahaan pada penelitian ini yang mempunyai tingkat pertumbuhan relatif rendah tetap membagikan dividen untuk para pemegang saham. Itulah sebabnya, tingkat pertumbuhan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

6.5. Simultanitas antara Variabel Endogen

Simultanitas antara kepemilikan manajerial (OWN) dengan risiko (RISK) terjadi apabila koefisien risiko dalam persamaan OWN dan koefisien kepemilikan manajerial dalam persamaan RISK bertanda sama, yaitu positif signifikan. Berdasarkan hasil penelitian yang ditunjukkan oleh tabel 5.6 tidak terjadi simultanitas antara dua variabel tersebut karena pengaruh yang saling ditimbulkan oleh keduanya tidak signifikan.

Simultanitas antara kepemilikan manajerial (OWN) dengan kebijakan hutang (DEBT) terjadi apabila koefisien kebijakan hutang dalam persamaan OWN serta koefisien kepemilikan manajerial dalam persamaan DEBT bertanda sama, yaitu negatif signifikan. Berdasarkan hasil penelitian yang ditunjukkan oleh tabel 5.6 tidak terjadi simultanitas antara dua variabel tersebut karena meskipun koefisien kedua variabel tersebut negatif tetapi pengaruh yang ditimbulkan tidak signifikan.

Simultanitas antara kepemilikan manajerial (OWN) dengan kebijakan dividen (DIV) terjadi apabila koefisien kebijakan dividen dalam persamaan OWN

serta koefisien kepemilikan manajerial pada persamaan DIV bertanda negatif signifikan. Berdasarkan hasil penelitian yang ditunjukkan oleh tabel 5.6 tidak terjadi simultanitas antara dua variabel tersebut karena meskipun koefisien kedua variabel tersebut negatif tetapi hanya pengaruh dividen terhadap kepemilikan manajerial saja yang hasilnya signifikan.

Simultanitas antara kebijakan hutang (DEBT) dengan kebijakan dividen (DIV) terjadi apabila koefisien kebijakan hutang pada persamaan DIV serta koefisien kebijakan dividen pada persamaan DEBT bertanda negatif signifikan. Berdasarkan hasil penelitian yang ditunjukkan pada tabel 5.6 tidak terdapat simultanitas antara kedua variabel tersebut, karena walaupun koefisien kedua variabel tersebut bertanda negatif tetapi pengaruh yang ditimbulkan tidak signifikan.

Hasil penelitian ini, menunjukkan tidak adanya simultanitas di antara variabel-variabel kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang serta kebijakan dividen disebabkan struktur kepemilikan manajerial di Indonesia yang terkonsentrasi, sehingga fungsi variabel-variabel tersebut dalam mengurangi konflik keagenan kurang berhasil, karena permasalahan utama yang terjadi pada kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

BAB VII

KESIMPULAN DAN SARAN

7.1. Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan hasil pembahasan dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji t dengan signifikansi (α) = 5% menunjukkan bahwa secara parsial risiko tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kondisi ini disebabkan karena tipe kepemilikan manajerial di Indonesia terkonsentrasi (*closely held*), serta struktur kepemilikan saham perusahaan yang *listing* di BEJ tersebut tidak banyak berubah sejak perusahaan-perusahaan itu melakukan *initial public offerings*, sehingga perubahan risiko tidak menyebabkan perubahan yang signifikan pada kepemilikan manajerial.
2. Berdasarkan uji t dengan signifikansi (α) = 5% menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap risiko. Kondisi ini terjadi karena komposisi kepemilikan manajerial relatif tidak berubah dari tahun ke tahun, sedangkan risiko yang dihadapi perusahaan cukup fluktuatif. Oleh sebab itu, kepemilikan manajerial tidakmempunyai pengarauh terhadap risiko yang dihadapi perusahaan.
3. Berdasarkan uji t dengan signifikansi (α) = 5% menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Kondisi ini disebabkan pengaruh yang

ditimbulkan oleh perubahan kepemilikan manajerial terhadap perubahan kebijakan hutang sangat kecil. Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang yang diambil oleh perusahaan tidak mendasarkan pada persentase kepemilikan manajerial di perusahaan, akan tetapi masih banyak faktor lain yang dipertimbangkan, seperti stabilitas penjualan, struktur aset, profitabilitas, tingkat pajak, tingkat pertumbuhan dan sebagainya.

4. Berdasarkan uji t dengan signifikansi (α) = 5% menunjukkan bahwa secara parsial kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Koefisien regresi kebijakan dividen bertanda negatif terhadap kebijakan hutang. Kondisi ini terjadi karena bagi perusahaan yang telah menetapkan dividen tinggi, kebijakan tersebut menyebabkan perusahaan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan dalam proporsi kecil. Kondisi ini menyebabkan perusahaan sedikit memiliki sumber internal untuk membayar hutang, sehingga perusahaan mengurangi penggunaan hutang.
5. Berdasarkan uji t dengan signifikansi (α) = 5% menunjukkan bahwa secara parsial kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Kondisi ini disebabkan sebagian besar (50%) perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh pihak manajer dengan kepemilikan di atas rata-rata (59,37%) membagikan dividen dengan persentase yang cukup besar atau di atas rata-rata (34,3%).
6. Tidak terjadi simultanitas di antara variabel-variabel kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang serta kebijakan dividen disebabkan struktur kepemilikan manajerial di Indonesia yang terkonsentrasi, sehingga fungsi

variabel-variabel tersebut dalam mengurangi konflik keagenan kurang berhasil. Kondisi ini disebabkan karena permasalahan utama yang terjadi pada kepemilikan perusahaan yang terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

7. Hasil penelitian penulis konsisten dengan hasil penelitian Chen dan Steiner (1999), Jensen (1984) serta Jensen *et al.* (1992) hanya untuk satu hubungan saja, yaitu pengaruh kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang yang menghasilkan estimasi negatif signifikan. Akan tetapi tidak terjadi simultanitas di antara kedua kebijakan tersebut karena pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen menghasilkan estimasi negatif tetapi tidak signifikan.

7.2. Saran

1. Hasil penelitian penulis menunjukkan tidak terjadinya simultanitas antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan hutang serta kebijakan dividen dalam mengurangi konflik keagenan dikarenakan permasalahan utama yang terjadi pada tipe kepemilikan saham yang terkonsentrasi seperti di Indonesia adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dan minoritas. Oleh sebab itu, penelitian selanjutnya hendaknya dapat mengungkapkan lebih dalam permasalahan ini beserta mekanisme untuk menguranginya.
2. Penelitian selanjutnya dapat dikembangkan dengan menggunakan variabel kontrol lain, selain itu dapat pula mempertimbangkan pengaruh *non-linier* dari tingkat risiko terhadap kepemilikan manajerial, seperti penelitian Demszet dan Lehn (1985).
3. Penelitian lebih lanjut disarankan menggunakan lebih banyak sampel dan memperpanjang periode penelitian untuk mendapatkan hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

Abdullah, Syukriy, 2001. Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Dividen: Suatu Analisa Simultan. *Jurnal Manajemen & Bisnis*. Vol. 3, No. 2: 159-176.

Agrawal, Anub, and Knoeber, C.R, 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, no.3, (Sept), p: 377-397.

Aharony, J., & Swary, I., 1980. Quarterly Devidend and Earning Announcements and Stockholder's Return; An Empirical Analysis, *The Journal of Finance*, Vol. XXXV, no.1., p: 1-12.

Algifari, 1997. *Analisis Regresi, Teori, Kasus dan Solusi*, Jogjakarta: BPFE.

Aliman, 2000. *Modul Ekonometrika Terapan*, Jogjakarta: Universitas Gadjah Mada.

Bathala C.T., K.P. Moon, and R.P. Rao., 1994. Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective, *Financial Management*, Vol. 23, p: 38-50.

Besley, Scott and Eugene F. Brigham, 2000. *Essentials of Managerial Finance*. Twelfth Edition, USA: The Dryden Press.

Black, F. and Scholes, 1973. The Pricing of Option and Corporate Liabilities, *Journal of Political Economy*, Vol. 18, p: 637-654.

Brigham, Eugene, F., Gapenski, Louis, C., and Daves, Philip, R., 1999. *Intermediate Financial Management*, 6th edition, Orlando: The Dryden Press.

Brook, Y., Chariton, W.T., Jr., and Hendershott, R.J., 1998. Do Firm Use Devidend to Signal large Future Cash Flow Increases?, *Financial Management*, Vol. 27, no.3., (Autumn), p: 46-57.

Chen, C.R., Steiner,T.L., and Whyte, A.M., 1998. Risk-Taking Behavior and Management Ownership in Dipository Institutional, *The Journal of Financial Reasearch*, Vol. XXI, no.1, (Spring), p: 1-16

Chen, R. Carl, Steiner T., 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Devidend Policy, *Financial Review*, Vol. 34, p: 119-137.

Conover, W.J., 1980. *Practical Nonparametric Statistics*, 2nd Edition, United States of America: John Wiley & Sons, Inc.

Cooper, D.R., and Schindler, P.S., 2001. *Business Research Methods*, 7th Edition, Singapore: Mc. Graw-Hill-Irwin.

Crutchley, C and Hansen, 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Devidends, *Financial Management*, Vol. 18, p: 36-46.

De Angelo, H., Masulis, R.W., 1980. Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *The Journal of Financial Economics*, Vol. 8, p: 3-29.

Demsetz, H., and Kenneth Lehn, 1985. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, Vol. 93, p: 1155-1177.

Emery, Douglas and John D. Finnerty, 1997. *Corporate Financial Management*, New Jersey: Prentice Hall.

Faisal, 2000. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Tesis*, Universitas Gadjah Mada.

Friend, I. and J. Hasbrouck, 1988. "Determinants of Capital Structure", *Research in Finance*, Vol. 7, p: 1-20.

Friend, I. and L.H.P. Lang, 1988. An Empirical Test of the Impact of Mangerial Self Interest on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance*, Vol. 43, p: 271-282.

Galai, D. and Masulis, R.W., 1976. The Optionpricing Model and the Risk factor of Stock, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p: 53-81.

Grossman, S., and O, Hart. 1982. *"Corporate Financial Structure and Managerial Incentives in The Economics of Information and Uncertainty"*, Chicago: J. McCall, University of Cichago Press.

Gujarati, D., & Zain Sumarno, Ak., Drs., 1995. *Ekonometrika Dasar*, ed. Terjemahan, Jakarta: Penerbit Airlangga.

Harianto, Farid, dan Siswanto Sudomo, 1998. *Perangkat dan Teknik Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: PT. Bursa Efek.

Husnan, S. Dr. M.B.A., 2000. *Corporate Governance di Indonesia: Pengamatan Terhadap Sektor Corporate dan Keuangan*, (tidak diterbitkan), hlm. 1-10.

Husnan, S. Dr. M.B.A., 2001, Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Multinasional dan Bukan Multinasional. *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol. 1, No. 1, p: 1-12.

Indriantoro, Nur. Dr. M.Sc. Ak. & Bambang Supomo, M.Si. Ak. Drs., 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akutansi dan Manajemen*, Jogjakarta: BPFE.

Jensen, Gerald R, D.P. Solberg, and T.S. Zorn, 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Devidend, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, p: 247-263.

Jensen, M., 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economics Review*, Vol. 76, p: 323-326.

Jensen, M. and W.H. Mackling, 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p: 305-360.

Kale, J.R. and T.H. Noe, 1990. Devidend, Uncertainty, and Underwriter Cost Under Asymmetric Information, *Journal of Financial Research*, Vol. 13, p: 265-277.

Kim, W.S., & Sorensen, E.H., 1986. Evidence on the Impact of the Agency Cost of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, p: 131-144.

Koutsoyiannis, A., 1977. *Theory of Econometrics*, 2nd edition, Hongkong: Mc. Millan.

Linter, John., 1956. Distribution of Income of Corporations Among devidend, Retained Earning and Taxes, *The American Economics Review*, p: 97-113.

May. D.O., 1995. Do Managerial Motives Influence Firm Risk Reduction Strategies?, *Journal of Finance*, Vol. 50, p: 1291-1308.

Mester, L.J., 1989. Owners Versus Managers: "Who Controls The Bank?", *Business Review*, June, 51-63.

Mirer, T.W., 1995. *Economic Statistic and Econometrics*, 3rd edition, New Jersey: Prentice Hall.

Mohd' A. M. Pery G.L. and Rimbey N.J., 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis, *The Financial Review*, Vol. 33, p: 85-98.

Myers, S.C. and Majluf, 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firm Have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Finance*, Vol. 39, p: 187-221.

Noronha, G.M., Shome, D.K., & Morgan, G.E., 1996. The Monitoring Rationale for Devidend and the Interaction of Capital Structure and Devidend Decisions, *The Journal of Banking and Finance*, Vol. XX., p: 429-454.

Pindyck, R.S., & Rubinfild, D.L., 1998. *Economatric Models and Economic Forcasts*, 4th edition, Singapore: Mc. Grow Hill.

Ravid, S.A., 1988. An Interaction of Production and Financial Decisions, *Financial Management*, Vol. 17, p: 87-99.

Reily, F. K., and K. C. Brown. 2000. *Invesment Analisys and Portfolio Management*, 6th edition. The Dryden Press.

Sarin, Atulya, Karen A. Shastri, and Kuldeep Shastri, 2000. Ownership Structure and Stock Market Liquidity, p: 1-20

Schooley, D.K., and Barney, D., Jr., 1994. Using Devidend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs, *The journal of Financial Research*, Vol. XVII, No.3, p: 363-373.

Sihombing, B., 1999. Pengaruh kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang dan Kepemilikan Insider dalam Konteks Teori Keagenan, *Thesis*, Universitas Gadjah Mada.

Sounders, Antony., Strock, Elizabeth., and Travlos, Nicklolaos, G., 1990. Ownership Structure, Deregulation, and Bank Risk Taking, *The Journal of Finance*, Vol. XVL, No.2, June, p: 643-654.

Sumitro, 2004. Pengaruh insider ownership dan free cash flow terhadap besar dividen perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta: kajian dari perspektif biaya keagenan, *Thesis*, Universitas Airlangga.

Supranto, J., 1991. *Ekonometrika*, Jakarta: LPFE UI.

Tandelilin, E., Wilberforce, T., 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?, *Gadjah Mada International Journal of Business*. January. Vol. 4. No. 1. p: 31-43.

Venkatesh, P., 1989. The Impact of Dividend initiation on The Information Content of Earning Announcements and Return Volatility, *Journal of Business*, Vol. 62, p: 175-198.

LAMPIRAN-LAMPIRAN

LAMPIRAN 1:

DATA NAMA PERUSAHAAN SAMPEL PERIODE 1999 - 2002

DATA NAMA PERUSAHAAN SAMPEL
PERIODE 1999 – 2002

No	Kode	Nama Perusahaan
1	AQUA	Aqua Golden Mississippi
2	BATA	Sepatu Bata
3	BATI	BAT Indonesia
4	DLTA	Delta Djakarta
5	DNKS	Dankos Laboratories
6	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara
7	EKAD	Ekadharma Tape Ind
8	ERTX	Eratex Djaja Limited
9	FAST	Fast Food Indonesia
10	GGRM	Gudang Garam
11	HMSP	Hanjaya Mandala Sampoerna
12	INCI	Intan Wijaya Internasional
13	LTLS	Lautan Luas
14	MLBI	Multi Bintang Indonesia
15	MRAT	Mustika Ratu
16	PBRX	Pan Brothers Tex
17	SMSM	Selamat Sempurna
18	TSPC	Tempo Scan Pacific
19	TURI	Tunas Ridean

DATA NAMA PERUSAHAAN SAMPEL
PERIODE 1999 – 2002
(SETELAH SAMPEL EKSTRIM DIKELUARKAN)

No	Kode	Nama Perusahaan
1	AQUA	Aqua Golden Mississippi
2	BATA	Sepatu Bata
3	DLTA	Delta Djakarta
4	DPNS	Duta Pertiwi Nusantara
5	EKAD	Ekadharma Tape Ind
6	ERTX	Eratex Djaja Limited
7	FAST	Fast Food Indonesia
8	GGRM	Gudang Garam
9	INCI	Intan Wijaya Internasional
10	MRAT	Mustika Ratu
11	PBRX	Pan Brothers Tex
12	SMSM	Selamat Sempurna
13	TSPC	Tempo Scan Pacific

LAMPIRAN 2:

JUMLAH SAHAM BEREDAR, CLOSING PRICE, MANAGERIAL OWNERSHIP DAN INSTITUTIONAL OWNERSHIP PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 - 2002

DATA JUMLAH SAHAM BEREDAR, CLOSING PRICE, MANAGERIAL OWNERSHIP DAN INSTITUTIONAL OWNERSHIP PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 – 2002

KODE PERUSAHAAN	JUMLAH SAHAM BEREDAR (LEMBAR)	CLOSING PRICE (RUPIAH)	MANAGERIAL OWNERSHIP	INSTITUTIONAL OWNERSHIP
Tahun 1999				
AQUA	13162473	8000	75.35%	15.64%
BATA	4550000	13350	65%	15.6%
DLTA	3361166	9900	58.3%	26.3%
DPNS	104954850	1400	56.84%	1.00%
EKAD	44721600	1125	79.08%	8.00%
ERTX	49118000	850	25.00%	49.40%
FAST	44625000	9500	44%	36%
GGRM	1924088000	16725	68.55%	5.94%
INCI	101200000	1100	68.73%	27.24%
MRAT	107000000	2300	70.93%	9.45%
PBRX	76800000	975	26.96%	26.25%
SMSM	259733760	1125	69.93%	22.5%
TSPC	450000000	5900	66.06%	8.34%
Tahun 2000				
AQUA	13162473	14000	75.35%	15.64%
BATA	13000000	12200	65%	15.6%
DLTA	16013181	7400	58.3%	26.3%
DPNS	125945820	575	56.84%	1.00%
EKAD	44721600	700	79.08%	8.00%
ERTX	98236000	425	25.00%	49.40%
FAST	446250000	950	44%	36%
GGRM	1924088000	13000	68.55%	5.94%
INCI	101200000	675	68.73%	27.24%
MRAT	107000000	1350	70.93%	9.45%
PBRX	76800000	1300	26.96%	26.25%
SMSM	259733760	2000	69.93%	22.5%
TSPC	450000000	3075	66.06%	8.34%
Tahun 2001				
AQUA	13162473	35000	75.35%	15.64%
BATA	13000000	14000	65%	15.6%
DLTA	16013181	7600	58.3%	26.3%
DPNS	125945820	400	56.84%	1.00%
EKAD	44721600	450	79.08%	8.00%
ERTX	9822600	420	33.01%	49.41%
FAST	446250000	775	44%	36%
GGRM	1924088000	8650	68.55%	5.94%
INCI	126500000	405	68.73%	27.24%
MRAT	107000000	1250	70.93%	9.45%
PBRX	76800000	950	26.96%	26.25%
SMSM	259733760	1800	69.93%	22.5%
TSPC	450000000	3250	66.06%	8.34%
Tahun 2002				
AQUA	13162473	37500	75.35%	15.64%
BATA	13000000	15000	65%	15.6%
DLTA	16013181	8200	58.3%	26.3%
DPNS	125945820	220	56.84%	1.00%
EKAD	44721600	500	79.08%	8.00%
ERTX	98236000	200	56%	19.61%
FAST	446250000	900	44%	36%
GGRM	1924088000	8300	1.74%	5.32%
INCI	168666667	275	68.73%	27.24%
MRAT	428000000	360	70.93%	9.45%
PBRX	384000000	2000	26.96%	26.25%
SMSM	259733760	1450	69.93%	22.5%
TSPC	450000000	4125	66.13%	14.39%

LAMPIRAN 3:

EARNING BEFORE INTEREST &TAX, EARNING PER SHARE, DIVIDEND PER SHARE, FIXED ASSET, TOTAL ASSET, DAN LONG TERM DEBT PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 - 2002

DATA PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 – 2002
(dalam juta rupiah)

NAMA	EBIT	EPS	DPS	FA	TA	LTD	
Tahun 1999							
AQUA	410793	1356	400	126455	216845	17036	176127
BATA	286722	3877	1350	112278	151714	781	807107
DLTA	211618	3561	350	23672	305625	67486	422991
DPNS	64722	255	50	251038	108105	247	54262
EKAD	92973	277	100	11733	54736	329	357115
ERTX	347991	145	45	19586	346693	170001	128626
FAST	349450	274	110	36190	134848	32899	6532916
GGRM	12694605	1183	500	138552	8076916	139576	5223614
INCI	91722	197	50	12268	117833	1945	571622
MRAT	150957	157	89	81610	226434	14	86592
PBRX	167697	189	35	1706883	94502	24004	119722
SMSM	359362	155	31	1379508	303673	13013	281513
TSPC	1331508	199	50	188955	1083044	21750	1316677
Tahun 2000							
AQUA	55694	2922	500	186353	341018	10878	
BATA	92576	4871	3550	47658	207844	6736	
DLTA	50574	2148	300	166578	386524	69526	
DPNS	24602	138	50	1234	137239	151	
EKAD	8201	136	75	11585	58399	321	
ERTX	9528	54	25	115014	514988	235405	
FAST	33205	59	11	43738	186774	30087	
GGRM	3182395	1166	500	1626388	10843195	169737	
INCI	28617	198	50	55257	151811	1731	
MRAT	43317	294	150	49214	278400	5473	
PBRX	21039	195	35	22527	115784	22918	
SMSM	94127	227	57	250270	529837	111457	
TSPC	431282	773	150	262981	1428314	29809	
Tahun 2001							
AQUA	70414	3648	625	289204	513597	17854	
BATA	93126	4882	1500	55449	222913	7260	
DLTA	65519	2785	400	160807	346404	18990	
DPNS	14669	86	25	10415	131619	6167	
EKAD	7842	134	90	11617	59710	461	
ERTX	12486	67	15	138243	458983	242534	
FAST	35016	58	11	54805	210261	18947	
GGRM	2985092	1085	300	2191965	13448124	191400	
INCI	30078	175	50	54641	162305	747	
MRAT	48685	340	254	52264	295031	394	
PBRX	25357	236	50	24090	158528	24317	
SMSM	92450	210	90	286673	567043	115219	
TSPC	389048	704	400	282251	1663925	13906	
Tahun 2002							
AQUA	96943	5023	860	338806	545394	43871	
BATA	71768	3720	1150	54357	210082	7312	
DLTA	62569	2800	400	155544	379537	19132	
DPNS	2705	21	10	18309	125604	7871	
EKAD	8235	140	75	12496	58491	403	
ERTX	7188	44	10	127194	418678	192132	
FAST	51443	84	16	65614	244381	22567	
GGRM	3006712	1085	300	3800069	15452703	215936	
INCI	6880	29	10	52889	164060	1064	
MRAT	29053	48	36	56679	291549	848	
PBRX	22669	210	15	22433	140844	27177	
SMSM	71902	155	150	254565	563627	118513	
TSPC	416971	703	400	346962	1816536	11534	

LAMPIRAN 4:

DEBT, DIV, VAL, ROA, GRTH, FIXED, SIZE, INV PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 - 2002

DATA VARIABEL PENELITIAN PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 – 2002

NAMA	DEBT	DIV	VAL	ROA	GRTH	FIXED	SIZE	INV
Tahun 1999								
AQUA	0.0786	0.295	25.3801	0.1231	1.0172	0.3764	12.287	12.5696
BATA	0.0051	0.3482	24.8299	0.4875	1.0203	0.2371	11.93	12.5388
DLTA	0.2208	0.0983	24.2281	0.1778	0.9966	0.5742	12.63	12.3615
DPNS	0.0023	0.1961	25.7133	0.1659	1.0036	0.1085	11.591	12.4345
EKAD	0.006	0.361	24.6415	0.296	1.0008	0.2241	10.91	12.419
ERTX	0.4904	0.3103	24.455	0.0603	0.9977	0.2418	12.756	12.3739
FAST	0.244	0.4015	26.7729	0.124	1.004	0.2684	11.812	12.4419
GGRM	0.0173	0.4227	31.1024	0.3908	1.0135	0.1708	15.905	14.3983
INCI	0.0165	0.2538	25.4357	0.2381	1.0047	0.1662	11.677	12.4419
MRAT	6E-05	0.5669	26.229	0.129	0.9991	0.1921	12.33	12.4066
PBRX	0.254	0.1852	25.0392	0.1589	1.0077	0.2505	11.456	12.4486
SMSM	0.0429	0.2	26.4007	0.2112	1.006	0.4563	12.624	12.503
TSPC	0.0201	0.2513	28.6075	0.0685	0.9861	0.2318	13.895	9.49867
Tahun 2000								
AQUA	0.0319	0.1711	25.9397	0.1633	1.0368	0.5465	12.7397	12.4983
BATA	0.0324	0.7288	25.7897	0.4454	1.0264	0.2293	12.2445	12.2053
DLTA	0.1799	0.1397	25.4982	0.1308	1.0186	0.431	12.8649	12.3221
DPNS	0.0011	0.3623	25.0057	0.1793	1.0206	0.009	11.8295	12.0602
EKAD	0.0055	0.5515	24.167	0.1404	1.0059	0.1984	10.9751	11.9008
ERTX	0.4571	0.463	24.455	0.0185	1.031	0.2233	13.1519	12.6508
FAST	0.1611	0.1864	26.7729	0.1778	1.0276	0.2342	12.1377	12.184
GGRM	0.0157	0.4288	30.8504	0.2935	1.0185	0.15	16.199	14.8837
INCI	0.0114	0.2525	24.9473	0.1885	1.0217	0.364	11.9304	12.0878
MRAT	0.0197	0.5102	25.6962	0.1556	1.0168	0.1768	12.5368	12.1843
PBRX	0.1979	0.1795	25.3268	0.1817	1.0177	0.1946	11.6595	12.0137
SMSM	0.2104	0.2511	26.9761	0.1777	1.0441	0.4724	13.1803	12.8209
TSPC	0.0209	0.194	27.9558	0.302	1.0199	0.1841	14.172	13.1001
Tahun 2001								
AQUA	0.0348	0.1713	26.856	0.1371	1.0321	0.5631	13.1492	12.4457
BATA	0.0326	0.3073	25.9273	0.4178	1.0057	0.2487	12.3145	11.4789
DLTA	0.0548	0.1436	25.5248	0.1891	0.9915	0.4642	12.7554	10.6325
DPNS	0.0469	0.2907	24.6428	0.1115	0.9965	0.0791	11.7877	11.238
EKAD	0.0077	0.6716	23.7252	0.1313	1.002	0.1946	10.9973	11.3253
ERTX	0.5284	0.2239	22.1405	0.0272	0.9912	0.3012	13.0368	10.1494
FAST	0.0901	0.1897	26.5693	0.1665	1.0098	0.2607	12.2561	11.5624
GGRM	0.0142	0.2765	30.443	0.222	1.0133	0.163	16.4144	14.8038
INCI	0.0046	0.2857	24.6596	0.1853	1.0056	0.3367	11.9972	11.4304
MRAT	0.0013	0.7471	25.6192	0.165	1.0046	0.1771	12.5948	11.4949
PBRX	0.1534	0.2119	25.0132	0.16	1.0269	0.152	11.9737	11.7307
SMSM	0.2032	0.4286	26.8707	0.163	1.0051	0.5056	13.2482	11.6851
TSPC	0.0084	0.5682	28.0112	0.2338	1.0108	0.1696	14.3247	12.6673
Tahun 2002								
AQUA	0.0804	0.1712	26.925	0.1777	1.0046	0.6212	13.2093	11.2401
BATA	0.0348	0.3091	25.9963	0.3416	0.9952	0.2587	12.2553	10.3577
DLTA	0.0504	0.1429	25.6008	0.1649	1.0072	0.4098	12.8467	11.2575
DPNS	0.0627	0.4762	24.045	0.0215	0.996	0.1458	11.7409	10.5536
EKAD	0.0069	0.5357	23.8306	0.1408	0.9981	0.2136	10.9766	10.6715
ERTX	0.4589	0.2273	23.7012	0.0172	0.9929	0.3038	12.9449	8.30003
FAST	0.0923	0.1905	26.7188	0.2105	1.0123	0.2685	12.4065	11.2702
GGRM	0.014	0.2765	30.4017	0.1946	1.0085	0.2459	16.5533	14.5328
INCI	0.0065	0.3448	24.5602	0.0419	1.0009	0.3224	12.008	10.7382
MRAT	0.0029	0.75	25.7607	0.0997	0.9991	0.1944	12.583	10.6176
PBRX	0.193	0.0714	27.3671	0.161	0.9901	0.1593	11.8554	10.1904
SMSM	0.2103	0.9677	26.6545	0.1276	0.9995	0.4517	13.2421	10.6192
TSPC	0.0063	0.569	28.2496	0.2295	1.0061	0.191	14.4124	12.1907

LAMPIRAN 5:

HARGA SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 - 2002

HARGA SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL PERIODE 1999

Perusahaan/Bulan	Jan	Feb	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agust	Sep	Okt	Nov	Des	Des 98
AQUA	3,000	3,000	2,700	2,700	3,925	5,000	6,500	7,000	7,000	7,750	7,750	8,000	2,700
BATA	1,300	1,300	1,500	1,700	2,000	2,200	5,100	5,000	5,000	9,600	9,600	13,000	1,300
DLTA	2,000	2,975	2,975	1,900	3,275	3,150	6,900	5,500	5,600	7,200	7,200	9,400	1,500
DPNS	475	475	475	475	900	800	925	675	725	850	1,125	1,400	475
EKAD	1,250	1,250	1,250	1,250	1,500	2,350	3,225	1,900	900	850	925	1,125	1,250
ERTX	375	375	300	325	625	600	825	675	725	700	850	850	400
FAST	575	575	575	575	650	900	2,100	5,800	5,800	5,800	5,800	8,000	575
GGRM	10,800	12,300	11,525	11,425	16,000	15,900	19,000	18,500	16,850	17,800	17,400	18,000	11,650
INCI	450	425	400	425	675	625	800	700	700	775	950	1,100	500
MRAT	960	960	925	700	975	1,025	1,400	1,700	1,550	1,550	2,000	2,000	950
PBRX	375	250	350	350	550	525	825	800	800	775	925	975	375
SMSM	725	725	975	825	1,050	1,025	1,150	1,050	775	800	1,100	1,125	800
TSPC	400	425	550	575	2,275	2,150	4,350	4,050	3,725	4,600	4,875	5,900	425

HARGA SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL PERIODE 2000

Perusahaan/Bulan	Jan	Feb	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agust	Sep	Okt	Nov	Des	Des 99
AQUA	8,000	9,600	18,900	18,900	15,025	19,200	19,200	13,500	13,500	13,500	14,000	14,000	8,000
BATA	13,500	15,250	15,250	15,250	12,500	12,000	12,000	12,000	13,000	13,000	14,000	14,000	13,000
DLTA	9,900	9,000	7,400	8,550	8,550	7,500	7,500	7,500	8,500	7,500	7,200	8,000	9,400
DPNS	1,175	1,100	975	850	850	925	925	870	790	575	575	575	1,400
EKAD	1,150	1,200	1,300	1,175	100	1,025	1,025	950	755	755	675	700	1,125
ERTX	725	725	750	750	700	625	625	575	610	540	500	425	850
FAST	9,500	9,500	8,000	8,000	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	9,500	8,000
GGRM	16,725	12,375	14,450	12,500	11,200	13,325	13,325	12,480	10,485	10,050	13,200	13,000	18,000
INCI	1,075	975	950	875	875	815	815	820	755	755	700	700	1,100
MRAT	2,300	2,600	2,400	2,400	2,200	1,305	1,305	1,300	1,300	1,520	1,250	1,350	2,000
PBRX	950	950	975	925	1,050	1,050	1,050	1,025	1,050	1,175	1,175	1,300	975
SMSM	1,100	1,075	1,200	1,300	1,100	1,150	1,150	1,180	1,235	1,500	2,075	2,000	1,125
TSPC	4,350	3,600	3,725	4,075	3,850	3,460	3,460	3,360	3,150	3,000	3,225	3,075	5,900

HARGA SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL PERIODE 2001

Perusahaan/Bulan	Jan	Feb	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agust	Sep	Okt	Nov	Des	Des 00
AQUA	10,500	10,500	12,000	15,000	13,000	13,000	15,200	15,200	15,800	15,500	30,000	30,000	14,000
BATA	12,200	13,100	12,000	13,100	14,200	14,800	13,500	13,800	13,800	13,450	13,450	14,000	14,000
DLTA	7,400	8,000	8,450	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	7,600	7,600	7,600	8,000
DPNS	600	600	575	430	525	575	525	495	400	400	410	385	575
EKAD	700	600	600	525	550	675	675	625	475	435	450	450	700
ERTX	425	425	430	350	375	375	600	500	400	370	370	420	425
FAST	950	900	850	775	775	775	775	775	775	775	775	775	9,500
GGRM	14,000	13,950	12,950	11,450	12,200	13,200	12,550	12,200	10,000	9,000	8,300	8,650	13,000
INCI	575	575	475	500	650	725	650	525	430	410	430	405	700
MRAT	1,200	1,050	850	1,025	1,250	1,175	1,175	1,400	1,300	1,150	1,200	1,250	1,350
PBRX	1,300	1,700	1,400	1,400	1,400	1,400	1,375	1,025	1,025	1,025	1,025	950	1,300
SMSM	1,675	1,725	1,675	1,575	1,700	1,700	1,725	1,825	1,850	1,800	1,800	1,825	2,000
TSPC	2,975	3,150	2,750	2,425	2,825	3,150	3,050	2,925	2,600	3,050	3,050	3,250	3,075

HARGA SAHAM PERUSAHAAN SAMPEL PERIODE 2002

Perusahaan/Bulan	Jan	Feb	Maret	April	Mei	Juni	Juli	Agust	Sep	Okt	Nov	Des	Des 01
AQUA	30,000	37,000	39,000	38,000	49,000	44,000	38,500	37,000	38,000	36,000	36,050	37,500	30,000
BATA	14,000	15,000	15,000	22,200	22,200	26,000	26,000	20,000	19,500	18,000	18,000	15,000	14,000
DLTA	7,600	8,000	8,000	9,200	10,000	9,500	9,600	9,100	8,550	8,000	8,000	8,200	7,600
DPNS	435	435	435	450	440	415	380	355	340	280	255	220	385
EKAD	475	500	500	575	600	525	450	450	410	400	425	500	450
ERTX	420	425	425	450	500	480	330	380	250	200	200	200	420
FAST	775	775	775	775	650	650	825	875	900	900	900	900	775
GGRM	11,400	10,950	10,950	11,450	10,850	10,550	9,250	8,450	8,950	7,150	7,650	8,300	8,650
INCI	405	465	465	525	575	575	500	410	310	255	255	275	405
MRAT	1,375	1,525	1,525	2,725	2,725	2,700	2,200	475	400	330	330	360	1,250
PBRX	950	1,000	1,000	1,300	1,850	1,850	1,100	1,500	2,125	2,000	2,000	2,000	950
SMSM	1,825	1,750	1,550	1,725	1,675	1,675	1,400	1,400	1,450	1,450	1,400	1,450	1,825
TSPC	4,450	4,550	4,550	6,150	6,400	5,800	5,000	4,350	3,725	3,850	4,050	4,125	3,250

LAMPIRAN 6:

RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN SAMPEL TAHUN 1999 - 2002

RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN SAMPEL 1999

Perusahaan	Rdes-jan	Rjan-feb	Rf-mar	Rm-ap	Rap-mei	Rmei-jun	Rjun-jul	Rjul-ag	Rag-sp	Rsp-okt	Rok-nov	Rnov-des	RISK
AQUA	0.111111	0	-0.1	0	0.453704	0.273885	0.3	0.076923	0	-0.10714	0	0.032258	0.170928
BATA	0	0	0.153846	0.133333	0.176471	0.1	1.318182	-0.01961	0	-0.92	0	0.354167	0.491043
DLTA	0.333333	0.4875	0	-0.36134	0.723684	-0.03817	1.190476	-0.2029	0.018182	-0.28571	0	0.305556	0.451826
DPNS	0	0	0	0	0.894737	-0.11111	0.15625	-0.27027	0.074074	-0.17241	0.323529	0.244444	0.301789
EKAD	0	0	0	0	0.2	0.566667	0.37234	-0.41085	-0.52632	0.055556	0.088235	0.216216	0.298004
ERTX	-0.0625	0	-0.2	0.083333	0.923077	-0.04	0.375	-0.18182	0.074074	0.034483	0.214286	0	0.302532
FAST	0	0	0	0	0.130435	0.384615	1.333333	1.761905	0	0	0	0.37931	0.592721
GGRM	-0.07296	0.138889	-0.06301	-0.00868	0.400438	-0.00625	0.194969	-0.02632	-0.08919	-0.05638	-0.02247	0.034483	0.14322
INCI	-0.1	-0.05556	-0.05882	0.0625	0.588235	-0.07407	0.28	-0.125	0	-0.10714	0.225806	0.157895	0.213386
MRAT	0.010526	0	-0.03646	-0.24324	0.392857	0.051282	0.365854	0.214286	-0.08824	0	0.290323	0	0.193781
PBRX	0	-0.33333	0.4	0	0.571429	-0.04545	0.571429	-0.0303	0	0.03125	0.193548	0.054054	0.270055
SMSM	-0.09375	0	0.344828	-0.15385	0.272727	-0.02381	0.121951	-0.08696	-0.2619	-0.03226	0.375	0.022727	0.199987
TSPC	-0.05882	0.0625	0.294118	0.045455	2.956522	-0.05495	1.023256	-0.06897	-0.08025	-0.2349	0.059783	0.210256	0.882311

RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN SAMPEL 2000

Perusahaan	Rdes-jan	Rjan-feb	Rf-mar	Rmar-ap	Rap-mei	Rmei-jun	Rjun-jul	Rjul-ags	Rags-sep	Rsep-okt	Rokt-nov	Rnov-des	RISK
AQUA	0	0.2	0.96875	0	-0.20503	0.217448	0	-0.29688	0	0	0.037037	0	0.314291
BATA	0.038462	0.12963	0	0	-0.18033	-0.04167	0	0	0.083333	0	0.076923	0	0.076549
DLTA	0.053191	-0.09091	-0.17778	0.155405	0	-0.14	0	0	0.133333	-0.13333	-0.04	0.111111	0.110604
DPNS	-0.16071	-0.06383	-0.11364	-0.12821	0	0.081081	0	-0.05946	-0.09195	-0.37391	0	0	0.116199
EKAD	0.022222	0.043478	0.083333	-0.09615	-0.91489	0.902439	0	-0.07317	-0.20526	0	-0.10596	0.037037	0.395685
ERTX	-0.14706	0	0.034483	0	-0.06667	-0.12	0	-0.08	0.06087	-0.12963	-0.07407	-0.15	0.073184
FAST	0.1875	0	-0.15789	0	0.1875	0	0	0	0	0	0	0	0.091112
GGRM	-0.07083	-0.26009	0.167677	-0.13495	-0.104	0.159475	0	-0.06341	-0.15986	-0.04328	0.313433	-0.01515	0.159957
INCI	-0.02273	-0.09302	-0.02564	-0.07895	0	-0.07362	0	0.006135	-0.07927	0	-0.07285	0	0.039288
MRAT	0.15	0.130435	-0.07692	0	-0.08333	-0.68582	0	-0.00383	0	0.144737	-0.17763	0.08	0.22541
PBRX	-0.02564	0	0.026316	-0.05128	0.135135	0	0	-0.02381	0.02439	0.106383	0	0.106383	0.059271
SMSM	-0.02222	-0.02273	0.116279	0.083333	-0.15385	0.043478	0	0.026087	0.04661	0.176667	0.383333	-0.03614	0.133187
TSPC	-0.26271	-0.17241	0.034722	0.09396	-0.05521	-0.11272	0	-0.0289	-0.0625	-0.05	0.075	-0.04651	0.100372

RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN SAMPEL 2001

Perusahaan	Rdes-jan	Rjan-feb	Rf-mar	Rmar-ap	Rap-mei	Rmei-jun	Rjun-jul	Rjul-ags	Rags-sep	Rsep-okt	Rokt-nov	Rnov-des	RISK
AQUA	-0.25	0	0.142857	0.25	-0.13333	0	0.169231	0	0.039474	-0.01899	0.935484	0	0.295662
BATA	-0.12857	0.07377	-0.08397	0.091667	0.083969	0.042254	-0.08784	0.022222	0	-0.02536	0	0.040892	0.071806
DLTA	-0.075	0.081081	0.05625	-0.05325	0	0	0	0	0	-0.05	0	0	0.043233
DPNS	0.043478	0	-0.04167	-0.25217	0.22093	0.095238	-0.08696	-0.05714	-0.19192	0	0.025	-0.06098	0.124056
EKAD	0	-0.14286	0	-0.125	0.047619	0.227273	0	-0.07407	-0.24	-0.08421	0.034483	0	0.117053
ERTX	0	0	0.011765	-0.18605	0.071429	0	0.6	-0.16667	-0.2	-0.075	0	0.135135	0.210733
FAST	-0.9	-0.05263	-0.05556	-0.08824	0	0	0	0	0	0	0	0	0.256455
GGRM	0.076923	-0.00357	-0.07168	-0.11583	0.065502	0.081967	-0.04924	-0.02789	-0.18033	-0.1	-0.07778	0.042169	0.084346
INCI	-0.17857	0	-0.17391	0.052632	0.3	0.115385	-0.10345	-0.19231	-0.18095	-0.04651	0.04878	-0.05814	0.148347
MRAT	-0.11111	-0.125	-0.19048	0.205882	0.219512	-0.06	0	0.191489	-0.07143	-0.11538	0.043478	0.041667	0.140475
PBRX	0	0.307692	-0.17647	0	0	0	-0.01786	-0.25455	0	0	0	-0.07317	0.132272
SMSM	-0.1625	0.029851	-0.02899	-0.0597	0.079365	0	0.014706	0.057971	0.013699	-0.02703	0	0.013889	0.062008
TSPC	-0.03252	0.058824	-0.12698	-0.11818	0.164948	0.115044	-0.03175	-0.04098	-0.11111	0.173077	0	0.065574	0.105839

RISIKO SISTEMATIK PERUSAHAAN SAMPEL 2002

Perusahaan	Rdes-jan	Rjan-feb	Rf-mar	Rmar-ap	Rap-mei	Rmei-jun	Rjun-jul	Rjul-ags	Rags-sep	Rsep-okt	Rokt-nov	Rnov-des	RISK
AQUA	0	0.233333	0.054054	-0.02564	0.289474	-0.10204	-0.125	-0.03896	0.027027	-0.05263	0.001389	0.040222	0.12319
BATA	0	0.071429	0	0.48	0	0.171171	0	-0.23077	-0.025	-0.07692	0	-0.16667	0.177923
DLTA	0	0.052632	0	0.15	0.086957	-0.05	0.010526	-0.05208	-0.06044	-0.06433	0	0.025	0.064503
DPNS	0.12987	0	0	0.034483	-0.02222	-0.05682	-0.08434	-0.06579	-0.04225	-0.17647	-0.08929	-0.13725	0.080496
EKAD	0.055556	0.052632	0	0.15	0.043478	-0.125	-0.14286	0	-0.08889	-0.02439	0.0625	0.176471	0.098951
ERTX	0	0.011905	0	0.058824	0.111111	-0.04	-0.3125	0.151515	-0.34211	-0.2	0	0	0.156364
FAST	0	0	0	0	-0.16129	0	0.269231	0.060606	0.028571	0	0	0	0.095228
GGRM	0.317919	-0.03947	0	0.045662	-0.0524	-0.02765	-0.12322	-0.08649	0.059172	-0.20112	0.06993	0.084967	0.130301
INCI	0	0.148148	0	0.129032	0.095238	0	-0.13043	-0.18	-0.2439	-0.17742	0	0.078431	0.130601
MRAT	0.1	0.109091	0	0.786885	0	-0.00917	-0.18519	-0.78409	-0.15789	-0.175	0	0.090909	0.35031
PBRX	0	0.052632	0	0.3	0.423077	0	-0.40541	0.363636	0.416667	-0.05882	0	0	0.242354
SMSM	0	-0.0411	-0.11429	0.112903	-0.02899	0	-0.16418	0	0.035714	0	-0.03448	0.035714	0.071186
TSPC	0.369231	0.022472	0	0.351648	0.04065	-0.09375	-0.13793	-0.13	-0.14368	0.033557	0.051948	0.018519	0.170419

LAMPIRAN 7:

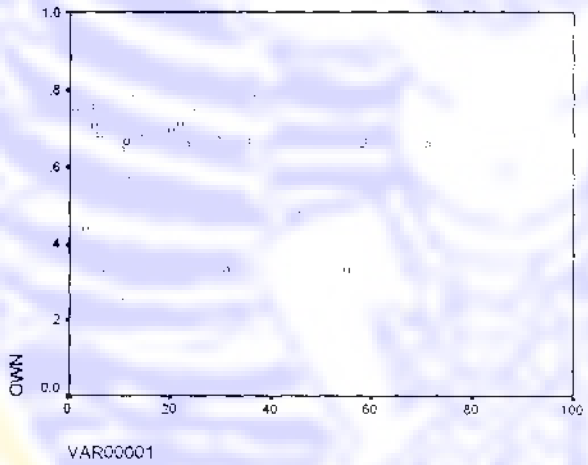
DESKRIPTIF DAN GRAFIK SCATTER PERUSAHAAN SAMPEL SEBELUM SAMPEL EKSTRIM DIKELUARKAN

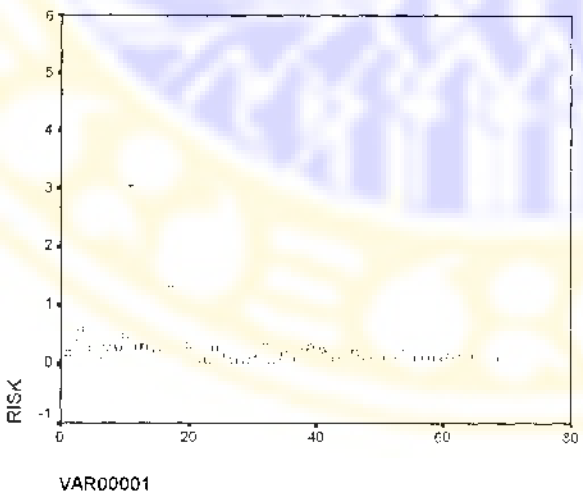
Descriptives

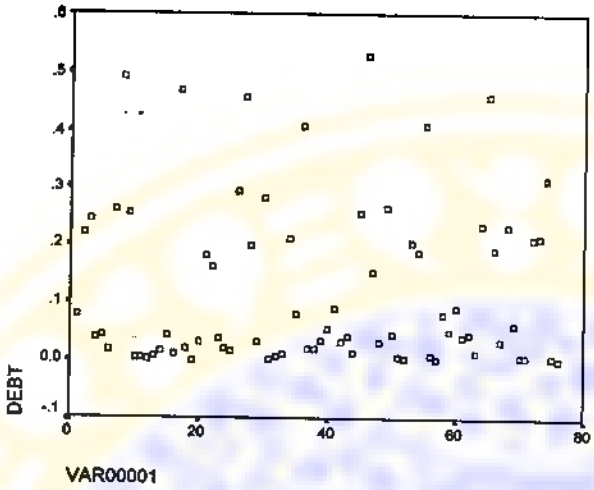
Descriptive Statistics

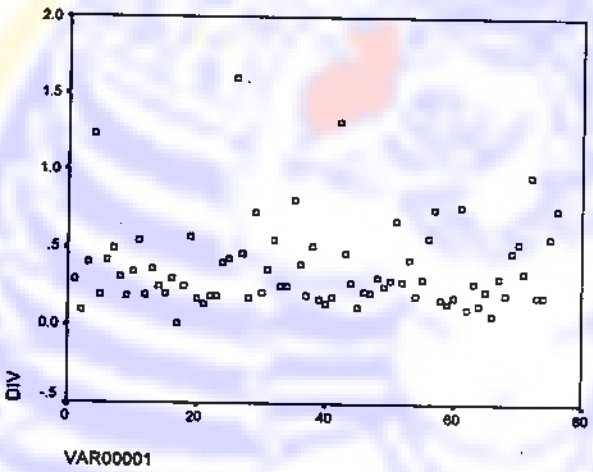
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
OWN	76	.0174	.7908	.601042	.170754
RISK	76	.0393	5.0697	.274340	.588808
DEBT	76	.0001	.5284	.123130	.142569
DIV	76	.0127	1.5982	.374742	.283835
VAL	76	22.1405	31.1024	26.440915	1.863901
ROA	76	.0172	.4875	.178105	9.62300E-02
GRTH	76	.9629	1.0567	1.008059	1.39694E-02
FIXED	76	.0090	.6212	.272618	.135673
SIZE	76	10.9103	16.5533	13.058575	1.320591
INST	76	.0100	.4941	.187321	.118278
INV	76	.0000	14.8837	11.650753	2.332581
Valid N (listwise)	76				

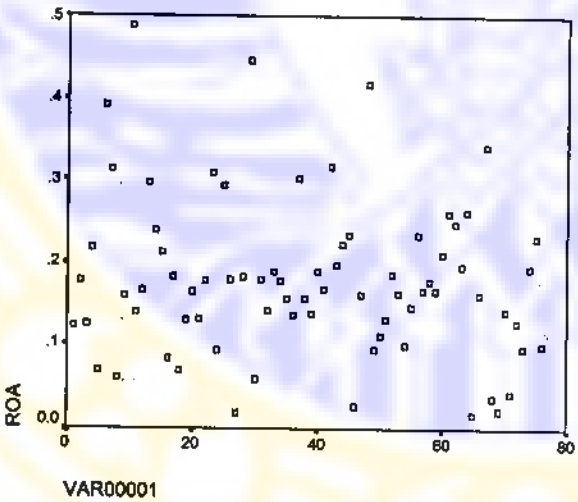
Graph

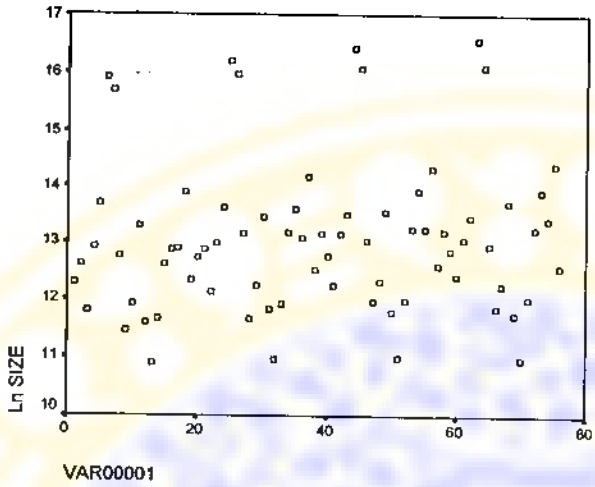


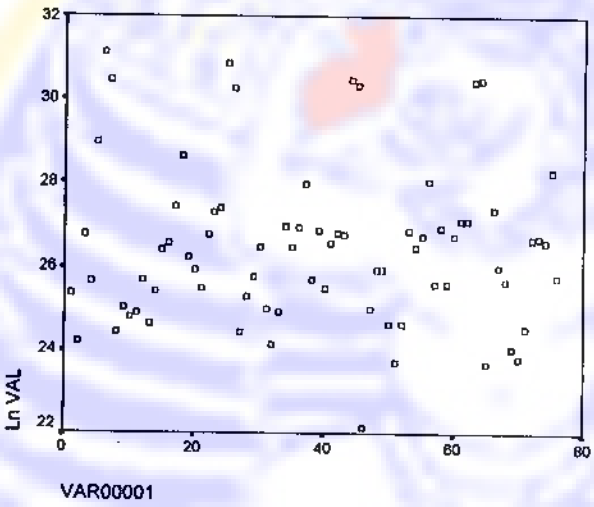


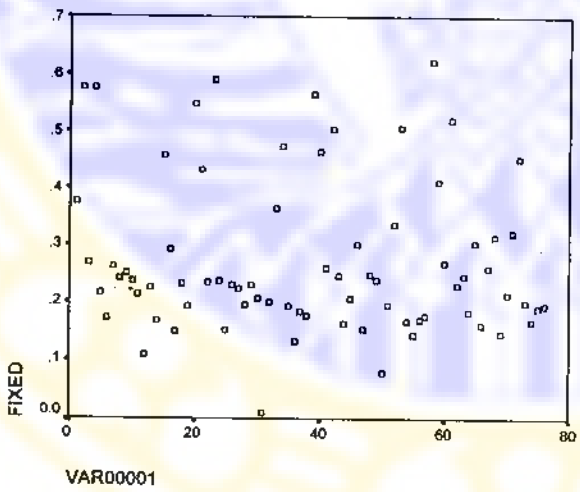

DEBT
VAR00001

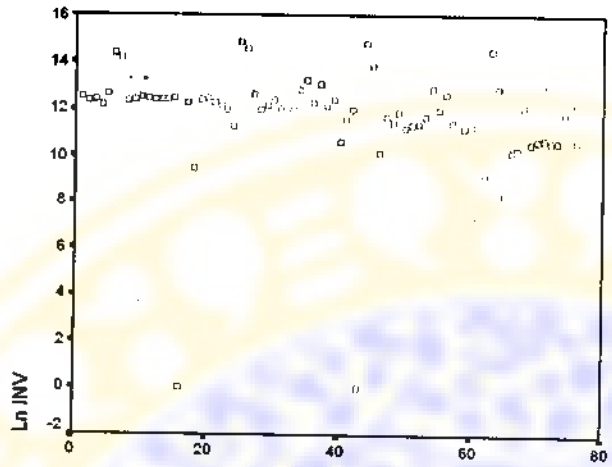

DIV
VAR00001

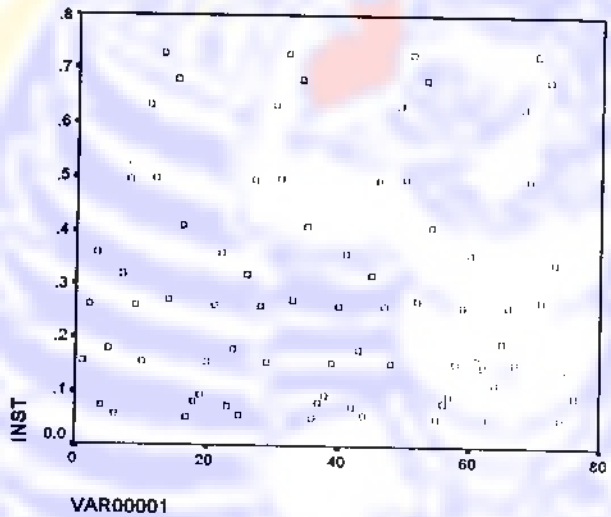

ROA
VAR00001

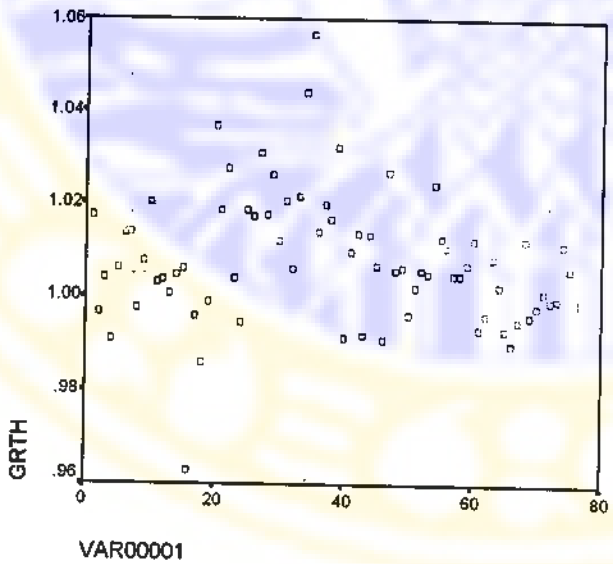

Ln SIZE
VAR00001


Ln VAL
VAR00001


FIXED
VAR00001


Ln INV
VAR00001


INST
VAR00001


GRTH
VAR00001

LAMPIRAN 8:

DESCRIPTIVE STATISTIC, HASIL REGRESI TAHAP I, HASIL REGRESI TAHAP II

LAMPIRAN 8 A: DESCRIPTIVE STATISTIC

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
OWN	52	.0174	.7908	.593694	.171840
RISKS	52	.0393	.8823	.194054	.153993
DEBT	52	.0001	.5284	9.89E-02	.135959
DIV	52	.0714	.9677	.343412	.194166
VAL	52	22.1405	31.1024	26.039039	1.860168
ROA	52	.0172	.4875	.181225	.101818
GRTH	52	.9861	1.0441	1.009013	1.27585E-02
FIXED	52	.0090	.6212	.275253	.136977
SIZE	52	10.9103	16.5533	12.717475	1.307619
INST	52	.0100	.4941	.188906	.125020
INV	52	8.3000	14.8837	11.902539	1.236473
Valid N (listwise)	52				

LAMPIRAN 8 B: REGRESI TAHAP I

Regression

Variables Entered/Removed [b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL [a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: OWN

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.882[a]	.778	.743	.135908

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: OWN

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.853	7	.408	22.063	.000[a]
	Residual	.813	44	1.847E-02		
	Total	3.665	51			

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: OWN

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.646	1.838		.352	.364
	VAL	-2.66E-02	.020	-.185	-1.326	.096
	ROA	.162	.228	.062	.712	.240
	GRTH	1.161	1.863	.055	.623	.268
	FIXED	.196	.070	.205	2.802	.004
	SIZE	-1.27E-02	.028	-.062	-.448	.328
	INST	-1.160	.109	-.928	-10.645	.000
	INV	-5.00E-03	.024	-.023	-.204	.419

a. Dependent Variable: OWN

Casewise Diagnostics[a]

Case Number	Std. Residual	OWN
43	-4.098	.0174

a. Dependent Variable: OWN

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	5.80E-03	.730387	.448725	.236507	52
Residual	-.556988	.193146	5.37E-16	.126237	52
Std. Predicted Value	-1.873	1.191	.000	1.000	52
Std. Residual	-4.098	1.421	.000	.929	52

a. Dependent Variable: OWN

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RISK

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.395[a]	.156	.022	.2883

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: RISK

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.678	7	9.684E-02	1.165	.342[a]
	Residual	3.658	44	8.313E-02		
	Total	4.336	51			

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: RISK

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.792	3.898		1.742	.044
	VAL	4.007E-02	.043	.256	.940	.176
	ROA	-.590	.483	-.206	-1.220	.115
	GRTH	-7.713	3.953	-.337	-1.951	.029
	FIXED	7.014E-02	.149	.067	.472	.319
	SIZE	-.124	.060	-.557	-2.062	.023
	INST	-.351	.231	-.258	-1.520	.068
	INV	8.177E-02	.052	.347	1.576	.061

a. Dependent Variable: RISK

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.1353	-.5393	-.8133	.1153	52
Residual	-.5896	.6767	-2.78E-15	.2678	52
Std. Predicted Value	-2.793	2.376	.000	1.000	52
Std. Residual	-2.045	2.347	.000	.929	52

a. Dependent Variable: RISK

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DEBT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.646[a]	.417	.324	.111783

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: DEBT

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.393	7	5.613E-02	4.492	.001[a]
	Residual	.550	44	1.250E-02		
	Total	.943	51			

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: DEBT

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.434	1.511		-.287	.388
	VAL	-4.86E-02	.017	-.665	-2.944	.025
	ROA	-.332	.187	-.249	-1.771	.042
	GRTH	1.095	1.532	.103	.715	.239
	FIXED	6.071E-02	.058	.125	1.054	.149
	SIZE	7.096E-02	.023	.682	3.038	.002
	INST	.120	.090	.189	1.339	.094
	INV	-1.24E-02	.020	-.113	-.618	.270

a. Dependent Variable: DEBT

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-5.6E-02	.392764	9.89E-02	8.77749E-02	52
Residual	-.169176	.267426	6.39E-16	.103829	52
Std. Predicted Value	-1.761	3.348	.000	1.000	52
Std. Residual	-1.513	2.392	.000	.929	52

a. Dependent Variable: DEBT

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DIV

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.288[a]	.083	-.063	.200173

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: DIV

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.160	7	2.281E-02	.569	.777[a]
	Residual	1.763	44	4.007E-02		
	Total	1.923	51			

a. Predictors: (Constant), INV, FIXED, INST, ROA, GRTH, SIZE, VAL

b. Dependent Variable: DIV

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.043	2.707		.385	.351
	VAL	-6.40E-03	.030	-.061	-.216	.415
	ROA	.259	.336	.136	.771	.223
	GRTH	-.950	2.744	-.062	-.346	.366
	FIXED	-.139	.103	-.200	-1.346	.093
	SIZE	3.327E-02	.042	.224	.795	.216
	INST	.204	.160	.225	1.271	.105
	INV	-1.64E-02	.036	-.104	-.454	.326

a. Dependent Variable: DIV

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.222139	.541594	.343412	5.59546E-02	52
Residual	-.289664	.558197	1.79E-16	.185929	52
Std. Predicted Value	-2.167	3.542	.000	1.000	52
Std. Residual	-1.447	2.789	.000	.929	52

a. Dependent Variable: DIV

LAMPIRAN 8C; REGRESI TAHAP II

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	VAL, Y^DIV, Y^RISK, Y^DEBT, INST[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: OWN

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.873[a]	.763	.737	.137465	1.942

a. Predictors: (Constant), VAL, Y^DIV, Y^RISK, Y^DEBT, INST

b. Dependent Variable: OWN

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.796	5	.559	29.595	.000[a]
	Residual	.869	46	1.890E-02		
	Total	3.665	51			

a. Predictors: (Constant), VAL, Y^DIV, Y^RISK, Y^DEBT, INST

b. Dependent Variable: OWN

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.762	.369		4.770	.000		
	Y^RISK	-.228	.199	-.098	-1.144	.130	.704	1.421
	Y^DEBT	-.198	.299	-.065	-.663	.256	.539	1.854
	Y^DIV	-1.089	.437	-.227	-2.495	.008	.621	1.610
	INST	-1.026	.125	-.821	-8.235	.000	.519	1.927
	VAL	-3.02E-02	.014	-.209	-2.177	.018	.557	1.795

a. Dependent Variable: OWN

Casewise Diagnostics[a]

Case Number	Std. Residual	OWN
43	-4.068	.0174

a. Dependent Variable: OWN

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-9.5E-03	.753732	.448725	.234152	52
Residual	-.559152	.189745	1.28E-16	.130553	52
Std. Predicted Value	-1.957	1.303	.000	1.000	52
Std. Residual	-4.068	1.380	.000	.950	52

a. Dependent Variable: OWN

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FIXED, SIZE, Y^DEBT, Y^OWN, Y^DIV[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: RISK

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.230[a]	.053	-.050	.2988	1.623

a. Predictors: (Constant), FIXED, SIZE, Y^DEBT, Y^OWN, Y^DIV

b. Dependent Variable: RISK

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.229	5	4.575E-02	.512	.765[a]
	Residual	4.107	46	8.928E-02		
	Total	4.336	51			

a. Predictors: (Constant), FIXED, SIZE, Y^DEBT, Y^OWN, Y^DIV

b. Dependent Variable: RISK

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.136	.536		-.254	.400		
	Y^OWN	-5.29E-02	.291	-.043	-.182	.429	.370	2.704
	Y^DEBT	-.415	.550	-.125	-.754	.228	.752	1.329
	Y^DIV	-1.116	1.432	-.214	-.780	.220	.273	3.665
	SIZE	-2.23E-02	.037	-.100	-.602	.275	.748	1.337
	FIXED	-8.69E-02	.225	-.084	-.386	.351	.440	2.275

a. Dependent Variable: RISK

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-1.0162	-.7020	-.8133	6.697E-02	52
Residual	-.6551	.7915	-1.07E-18	.2838	52
Std. Predicted Value	-3.029	1.662	.000	1.000	52
Std. Residual	-2.192	2.649	.000	.950	52

a. Dependent Variable: RISK

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GRTH, INST, ROA, Y^RISK, Y^DIV, Y^OWN[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DEBT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.611[a]	.373	.289	.114611	.856

a. Predictors: (Constant), GRTH, INST, ROA, Y^RISK, Y^DIV, Y^OWN

b. Dependent Variable: DEBT

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.352	6	5.860E-02	4.461	.001[a]
	Residual	.591	45	1.314E-02		
	Total	.943	51			

a. Predictors: (Constant), GRTH, INST, ROA, Y^RISK, Y^DIV, Y^OWN

b. Dependent Variable: DEBT

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.558	2.954		.527	.301		
	Y^OWN	.340	.426	.591	.798	.215	.025	39.344
	Y^RISK	-.478	.264	-.405	-1.810	.004	.278	3.599
	Y^DIV	-.107	.931	-.044	-.115	.495	.095	10.547
	INST	.370	.365	.584	1.015	.158	.042	23.802
	ROA	-.646	.234	-.484	-2.765	.004	.455	2.196
	GRTH	-1.944	2.647	-.182	-.734	.234	.226	4.427

a. Dependent Variable: DEBT

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-7.2E-02	.330457	9.89E-02	8.30334E-02	52
Residual	-.172371	.326162	-2.0E-16	.107659	52
Std. Predicted Value	-2.057	2.789	.000	1.000	52
Std. Residual	-1.504	2.846	.000	.939	52

a. Dependent Variable: DEBT

Result Variable	Missing Values Replaced	First Non-Miss	Last Non-Miss	Valid Cases	Creating Function
YMAN_1		2	52	51	DIFF(YMAN,1)

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GRTH, DIFF(Y^OWN,1), ROA, Y^RISK, INST, Y^DIV[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DEBT

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.628[a]	.394	.311	.113911	.897

a. Predictors: (Constant), GRTH, DIFF(Y^OWN,1), ROA, Y^RISK, INST, Y^DIV

b. Dependent Variable: DEBT

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.371	6	6.190E-02	4.770	.001[a]
	Residual	.571	44	1.298E-02		
	Total	.942	50			

a. Predictors: (Constant), GRTH, DIFF(Y^OWN,1), ROA, Y^RISK, INST, Y^DIV

b. Dependent Variable: DEBT

MILIK PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA SURABAYA

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	3.834	1.957		1.960	.028		
	DIFF(Y^OWN,1	-.102	.069	-.247	-1.477	.074	.493	2.029
	Y^RISK	-.620	.203	-.520	-3.056	.002	.475	2.105
	Y^DIV	-.928	.461	-.369	-2.014	.025	.411	2.433
	INST	.621E-03	.109	.012	.070	.473	.468	2.137
	ROA	-.470	.194	-.351	-2.428	.010	.659	1.517
	GRTH	-3.803	1.961	-.356	-1.939	.030	.410	2.441

a. Dependent Variable: DEBT

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-4.6E-02	.308333	9.93E-02	8.61835E-02	51
Residual	-.141490	.315404	-9.1E-16	.106858	51
Std. Predicted Value	-1.688	2.426	.000	1.000	51
Std. Residual	-1.242	2.769	.000	.938	51

a. Dependent Variable: DEBT

Regression

Variables Entered/Removed[b]

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	GRTH, Y^DEBT, Y^OWN, INV, Y^RISK, ROA[a]	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DIV

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.268[a]	.072	-.052	.199154	1.548

a. Predictors: (Constant), GRTH, Y^DEBT, Y^OWN, INV, Y^RISK, ROA

b. Dependent Variable: DIV

ANOVA[b]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.138	6	2.299E-02	.580	.745[a]
	Residual	1.785	45	3.966E-02		
	Total	1.923	51			

a. Predictors: (Constant), GRTH, Y^DEBT, Y^OWN, INV, Y^RISK, ROA

b. Dependent Variable: DIV

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	3.820	3.278		1.165	.125		
	Y^OWN	-.112	.139	-.136	-.802	.214	.718	1.393
	Y^RISK	-.457	.478	-.271	-.957	.172	.257	3.898
	Y^DEBT	-.438	.697	-.198	-.628	.267	.208	4.813
	INV	1.064E-02	.032	.068	.328	.372	.484	2.068
	ROA	-.158	.609	-.083	-.259	.399	.202	4.945
	GRTH	-3.819	3.683	-.251	-1.037	.153	.352	2.840

a. Dependent Variable: DIV

Residuals Statistics[a]

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.235750	.457455	.343412	5.20030E-02	52
Residual	-.306590	.519000	-1.1E-15	.187073	52
Std. Predicted Value	-2.070	2.193	.000	1.000	52
Std. Residual	-1.539	2.606	.000	.939	52

a. Dependent Variable: DIV

LAMPIRAN 9:

UJI RANK-SPEARMAN CORRELATION, UJI CHI-SQUARE

LAMPIRAN 9 A : UJI RANK-SPEARMAN CORRELATION

Nonparametric Correlations

Correlations

			Y^RISK	Y^DEBT	Y^DIV	INST	VAL	RES_OWN
Spearman's rho	Y^RISK	Correlation Coefficient	1.000	-.171	-.309*	-.035	-.123	.145
		Sig. (2-tailed)	.	.225	.026	.804	.384	.307
		N	52	52	52	52	52	52
	Y^DEBT	Correlation Coefficient	-.171	1.000	-.054	.447**	-.489**	-.038
		Sig. (2-tailed)	.225	.	.702	.001	.000	.790
		N	52	52	52	52	52	52
	Y^DIV	Correlation Coefficient	-.309*	-.054	1.000	.334*	-.069	.021
		Sig. (2-tailed)	.026	.702	.	.015	.625	.881
		N	52	52	52	52	52	52
	INST	Correlation Coefficient	-.035	.447**	.334*	1.000	-.544**	-.078
		Sig. (2-tailed)	.804	.001	.015	.	.000	.585
		N	52	52	52	52	52	52
	VAL	Correlation Coefficient	-.123	-.489**	-.069	-.544**	1.000	.111
		Sig. (2-tailed)	.384	.000	.625	.000	.	.434
		N	52	52	52	52	52	52
	RES_OWN	Correlation Coefficient	.145	-.038	.021	-.078	.111	1.000
		Sig. (2-tailed)	.307	.790	.881	.585	.434	.
		N	52	52	52	52	52	52

*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

Nonparametric Correlations

Correlations

			Y^OWN	Y^DEBT	Y^DIV	SIZE	FIXED	RES_RISK
Spearman's rho	Y^OWN	Correlation Coefficient	1.000	-.243	-.605**	.320*	.200	.044
		Sig. (2-tailed)	.	.083	.000	.021	.155	.755
		N	52	52	52	52	52	52
	Y^DEBT	Correlation Coefficient	-.243	1.000	-.054	.180	.472**	-.061
		Sig. (2-tailed)	.083	.	.702	.201	.000	.668
		N	52	52	52	52	52	52
	Y^DIV	Correlation Coefficient	-.605**	-.054	1.000	-.043	-.444**	.029
		Sig. (2-tailed)	.000	.702	.	.762	.001	.838
		N	52	52	52	52	52	52
	SIZE	Correlation Coefficient	.320*	.180	-.043	1.000	.245	-.063
		Sig. (2-tailed)	.021	.201	.762	.	.080	.659
		N	52	52	52	52	52	52
	FIXED	Correlation Coefficient	.200	.472**	-.444**	.245	1.000	.003
		Sig. (2-tailed)	.155	.000	.001	.080	.	.986
		N	52	52	52	52	52	52
	RES_RISK	Correlation Coefficient	.044	-.061	.029	-.063	.003	1.000
		Sig. (2-tailed)	.755	.668	.838	.659	.986	.
		N	52	52	52	52	52	52

**. Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Nonparametric Correlations

Correlations

			DIFF(Y^OWN,1)	Y^RISK	Y^DIV	INST	ROA	GRTH	RES_DEBT
Spearman's rho	DIFF(Y^OWN,1)	Correlation Coefficient	1.000	.108	-.358**	-.690**	.404**	.183	.061
		Sig. (2-tailed)	.	.450	.010	.000	.003	.199	.672
		N	51	51	51	51	51	51	51
	Y^RISK	Correlation Coefficient	.108	1.000	-.309*	-.035	-.229	-.490**	-.123
		Sig. (2-tailed)	.450	.	.026	.804	.102	.000	.391
		N	51	52	52	52	52	52	51
	Y^DIV	Correlation Coefficient	-.358**	-.309*	1.000	.334*	.124	-.359**	.005
		Sig. (2-tailed)	.010	.026	.	.015	.380	.009	.975
		N	51	52	52	52	52	52	51
	INST	Correlation Coefficient	-.690**	-.035	.334*	1.000	-.328*	-.177	-.059
		Sig. (2-tailed)	.000	.804	.015	.	.018	.209	.679
		N	51	52	52	52	52	52	51
	ROA	Correlation Coefficient	.404**	-.229	.124	-.328*	1.000	.347*	.169
		Sig. (2-tailed)	.003	.102	.380	.018	.	.012	.236
		N	51	52	52	52	52	52	51
	GRTH	Correlation Coefficient	.183	-.490**	-.359**	-.177	.347*	1.000	.100
		Sig. (2-tailed)	.199	.000	.009	.209	.012	.	.486
		N	51	52	52	52	52	52	51
	RES_DEBT	Correlation Coefficient	.061	-.123	.005	-.059	.169	.100	1.000
		Sig. (2-tailed)	.672	.391	.975	.679	.236	.486	.
		N	51	51	51	51	51	51	51

**. Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

Nonparametric Correlations

Correlations

			Y^OWN	Y^RISK	Y^DEBT	INV	ROA	GRTH	RES_DIV
Spearman's rho	Y^OWN	Correlation Coefficient	1.000	.055	-.243	.125	.223	.197	.109
		Sig. (2-tailed)	.	.697	.083	.377	.112	.162	.441
		N	52	52	52	52	52	52	52
	Y^RISK	Correlation Coefficient	.055	1.000	-.171	-.127	-.229	-.490**	.011
		Sig. (2-tailed)	.697	.	.225	.369	.102	.000	.936
		N	52	52	52	52	52	52	52
	Y^DEBT	Correlation Coefficient	-.243	-.171	1.000	-.278*	-.655**	-.169	-.009
		Sig. (2-tailed)	.083	.225	.	.046	.000	.231	.949
		N	52	52	52	52	52	52	52
	INV	Correlation Coefficient	.125	-.127	-.278*	1.000	.407**	.656**	.089
		Sig. (2-tailed)	.377	.369	.046	.	.003	.000	.530
		N	52	52	52	52	52	52	52
	ROA	Correlation Coefficient	.223	-.229	-.655**	.407**	1.000	.347*	-.128
		Sig. (2-tailed)	.112	.102	.000	.003	.	.012	.365
		N	52	52	52	52	52	52	52
	GRTH	Correlation Coefficient	.197	-.490**	-.169	.656**	.347*	1.000	.061
		Sig. (2-tailed)	.162	.000	.231	.000	.012	.	.667
		N	52	52	52	52	52	52	52
	RES_DIV	Correlation Coefficient	.109	.011	-.009	.089	-.128	.061	1.000
		Sig. (2-tailed)	.441	.936	.949	.530	.365	.667	.
		N	52	52	52	52	52	52	52

**. Correlation is significant at the .01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).

LAMPIRAN 9 B: UJI CHI-SQUARE

Test Statistics

	OWN	RISK	DEBT	DIV	VAL	ROA	GRTH	FIXED	SIZE	INST	INV
Chi-Square[a,b,c,d]	6.462	.000	.000	.962	1.846	.000	.000	.000	.000	6.462	.000
df	15	51	51	50	49	51	51	51	51	15	51
Asymp. Sig.	.971	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	.971	1.000

a. 16 cells (100.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 3.3.

b. 52 cells (100.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 1.0.

c. 51 cells (100.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 1.0.

d. 50 cells (100.0%) have expected frequencies less than 5. The minimum expected cell frequency is 1.0.