

**PENGARUH *CAPITAL MIX* TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TELAH *GO PUBLIC*
(*PERSPEKTIF LIFE CYCLE OF FIRM THEORY*)**

SKRIPSI

DIAJUKAN UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN PERSYARATAN
DALAM MEMPEROLEH GELAR SARJANA EKONOMI
JURUSAN MANAJEMEN



B 140/06

Lus
P

DIAJUKAN OLEH :
MAYA LUSIANAWATI
No. Pokok : 040217455

KEPADA
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006

SKRIPSI

**PENGARUH *CAPITAL MIX* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TELAH *GO PUBLIC*
(*PERSPEKTIF LIFE CYCLE OF FIRM THEORY*)**

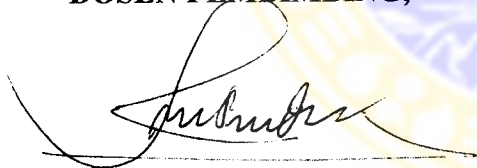
DIAJUKAN OLEH :

MAYA LUSIANAWATI

No. Pokok : 040217455

TELAH DISETUJUI DAN DITERIMA DENGAN BAIK OLEH

DOSEN PEMBIMBING,



Drs. Ec. I Made Sudana, MS

TANGGAL *10 - 8 - 2006*.....

KETUA PROGRAM STUDI,



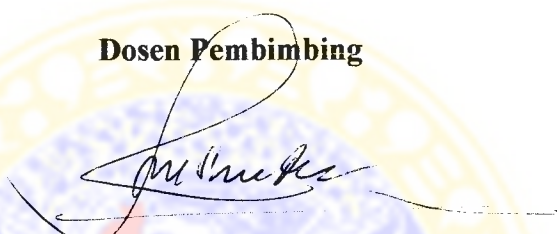
Prof. Dr. H. Amiruddin Umar, SE

TANGGAL *25 - 08 - 2006*.....

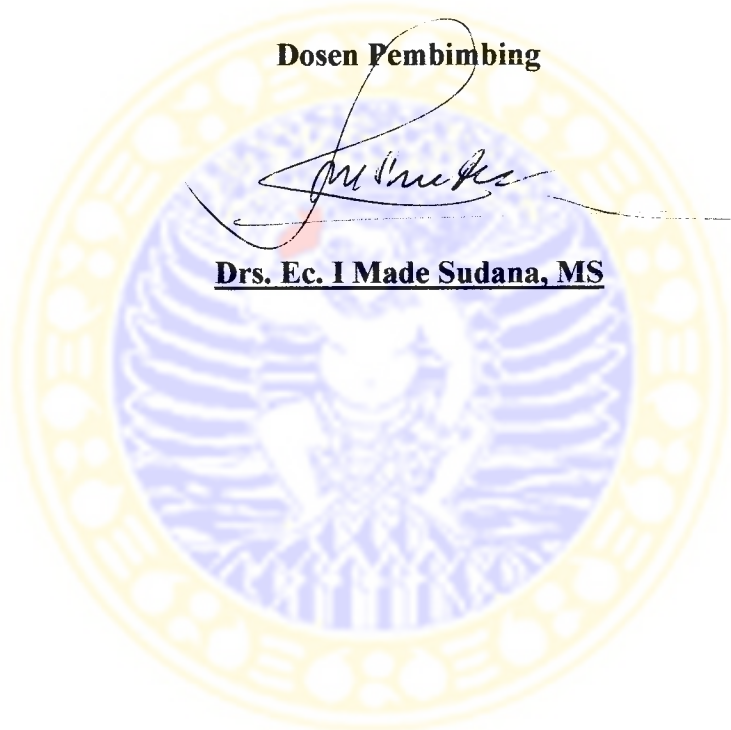
Surabaya, *16 - 06 - 2006*

Skripsi telah selesai dan siap untuk diuji

Dosen Pembimbing



Drs. Ec. I Made Sudana, MS



Kata Pengantar

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya penulis panjatkan atas diselesaikannya skripsi yang berjudul **“Pengaruh *Capital Mix* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang telah *Go Public* (*Perspektif Life Cycle of Firm Theory*)”**.

Pada kesempatan kali ini, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih terhadap berbagai pihak yang membantu kelancaran penyusunan skripsi ini, yaitu :

1. **Ibuku**.....atas kesabarannya, kasih sayang, tetesan keringatnya, nasehatnya, senyumannya, kemarahannya,, omel2annya padaku yang sering kuanggap hanya angin lalu, perhatiannya, jerih payahnya, perjuangannya menjaga dan merawatkuterima kasih.....terima kasih banyak.....atas do`a2nya.....aku selalu tenang dan siap menghadapi apapun karena doamu.....LUV U
2. **Bapak Drs. Ec. I Made Sudana, Ms** selaku dosen pembimbing....terima kasih banyak atas bimbingan, pembelajaran, dan ilmu yang berharga telah disalurkan padaku..... Saya banyak belajar dari Bapak.
3. **Drs. Ec. H. Karjadi Mintaroem, Ms** selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
4. **Masku dan mbakku**....terima kasih atas perhatian dan kasihsayangnya.....atas duit bulanannya hehehe....atas usahanya turut

- menjagaku...kadang ikut bersimpati saat aku mengerjakan skripsi meski ga pernah membantu.
5. **Almarhumah bapakku**.....atas kenangan termanis yang tak kan terlupakan.
 6. **Keluarga besar Anas**.....tante heboh+om Ir (maap komputer sering aku pakai....bagai rumah kedua untukku), cece (thanks dah mo ngajari aku...Lho! Ga kebalik ta?!), dhek sari (makan terus!),cak boden (yang sudi antar jemput aku), david (pengusir stress tapi malah bikin stress).....dan semua anggota keluarga besar Anas.....kelurga penuh kehebohan, kecerewetan, keramean, bising selalu 😊
 7. Teman, tetangga dekat (istilahku dan mu), sahabat, sodara,.....(terima kasih kepercayaannya dan selalu *positif thinking* padaku, atas dukungan semangat, keikhlasannya mendengarkan semua cerita, masalahku dan keluh kesahku, atas tumpangannya, atas ikut sibuk menjelang sidangku, atas penyejuk hati dan penenang jiwanya..... terima kasih atas waktu, tenaga dan segalanya.....dan terima kasih banyak atas persahabatan ini.....terima kasih ya tetangga.....terima kasih **Prima Ardyatama**.....tetep santai sak santai2e yo, tetangga!!). Terima kasih juga buat **mamanya Prima**.....(atas berjuta makanan yang dikirim untukku, atas selalu ramah mengangkat teleponku...atas doanya pas aku sidang....terimakasih tante).
 8. Sahabat-sahabatku yang laen.....teman senasib seperjuangan, my partner, teman segalanya...**amarielies** (baca: mama....ohya, dan kekasihnya he3)

semoga cepet jadi CEO HMSP..... **liza** (shbt skul... shbt kul....shbt slamanya) dan **elman** (sukses ya, Man!!!.....thanks tumpangan and traktiran yang keseringan)....**elly** (cepat ngadain konferensi pers, aku bosan ditanya soal kamu terus).....**david** (thanks atas berbagai konsultasi+solusi terbaiknya).....**lusi** (thanks ya dah dengerin ceritaku....i will open my eyes!!!!), **Ndok** (satu2nya yg baik darimu adalah Avanza-mu+laptop-mu)thanks atas persahabatan ini.

9. Teman2 FINANCE MANAGEMENT.....**tya** (dengan penuh kesabarannya dan kestabilan emosinya), **ju'i** (lulusan pertama dari M'02.....dengan semangatnya yang ga pernah habis), **roland** (wong cerdas iki), **ester** (baca: adhek...khusus nyax, baca esten), **ayu** (sodara satu bapak.....pak Made maksudnya), **aseng** (dasar mafia sms!), bang haji **cahyo** (thx atas doanya di tanah suci), **Marisa**, **farida**, **Cynthia** (jd sering curhat gara free sms m3), **Erika** (my teddy....he3, just kidding), **ardian**, **zainul** (2 makhluk penuh dosa yang bertopeng alim), **dedy**, **bagus**, **andre** (msh ngiri kalo liat dia presentasi),**beben** (tampak lesu terus he3), **santi** (thanks atas info2nya....tau maksudku kan?!), **wawan** (baca : kahima.....puas ngerjain aku!), **ardhi garza**, **mbak ifa** (superpinter), **yudha**, **hilman and lina** (salahsatu pasangan M'02 yang terawet),**edho** ,**kindi**, **anton**, **hilla**, **chamdani**, **pulung**, **eka**, **tyas**, **winda**, **inge'**, **denis**, **nurkholis**, **mas yatno**, **mas hery**, **mas vely**, **mbak suci**, **mbak sandri**, **leman**, **mbak reny**, **mas ipul**, **mas abidin maki** dan mas-mas dan mbak-mbak MK yang lain.

10. Teman-teman Marketing Management (baca : penipuan konsumen.....ups sorry)..... **anggie** (pasangan lintas konsentrasi....anggi' and roland), **fitra** (terima kasih buku SPSS-nya), **ikhwan, tatang** (terima kasih buuanyak atas bimbingan statistiknya dan buku logistic regression-nya.....maaf banyak nanya), **siwa'** (maap atas gossip itu), **one** (baca : one), **udin** (.....gadis komuter), **putri, agus, andina** (thx dukungannya),**tofu** (manusia komputer), **novel** (India bgd), **ervan, ayik, ivan, tyas, bagas**
11. Teman-teman Human Resources Management..... **pram** (thx bgd gambar powerpointnya...aku ga bakal lulus tanpa bantuanmu) and **Fitri** (pasangan paling awet....semoga cpt nikah ya), **dimi** (si sampan.....menjadi tampan adalah obsesi terbesarnya tapi sayang, apa daya Tuhan berkehendak lain.....nasibmu Dim), **mira** (thx sarannya menjelang sidang), **kiki** (blonde abis), **ika** (thx cerita2nya), **nani** (putri Solo jeng Nani), **wulan** (selalu ketemu di ruang baca), **ciblek** (aku ga inget nama aslimu), **nadya** (suara gigafon), **mumun** (chubby....chubby), **shindy**(mbah tupri....), **ayuningtyas, suzantiti, friska, yunite, siswo, cinyo** (ndut terus yo Nyo), **dika, Diana, febrina, kiki** (rizqiyah), **fanny**.
12. **Teman2** yg biasa nongkrong di **kantin bu Rocham** yang belum disebut.....**ipang, pentol** (maap, aku ga tau kalian konsentrasi apa), **melati** (lintas jurusan)... dll
13. **Guru2 TK-SMU dan dosen2 FE Unair.....teman2 dan sahabat2 SD-SMU....Miss U.**

14. **Bu Rocham and kru**.....yang telah mengisi perutku selama 4 tahun dan **kantin-kantin yang lain**.....aku tak kan bertahan hidup di FE Unair tanpa kehadiran kalian, kantin2ku!!!
15. **Teman2 KKN**...mbak ima (supercerewet he3), Dina dan alam (hasil KKN), dwi, hepy, hasty, moja, widya, jo, yudiana, riko, ayu, devy, mbak ivana, nina, mbak lent, fida, ririn, aniq, anik, dian, truly.....rapat di posko lagi yu’.
16. Mbak-mbak dan bapak-bapak **penjaga ruang baca** beserta mas fotocopian.....ruang kuliahku di semester 7 dan 8
17. **Mbak rini, pak indra** , dan pegawai ruang jurusan yang lain.....terima kasih telah membantu kelancaran skripsiku.
18. Seluruh **karyawan FE Unair** termasuk bagian akademik (berbaik hatilah sedikit)
19. Bapak- bapak penjaga **perpustakaan BES dan perpustakaan Perbanas**
20. **Fotocopi Mitra**.....terutama saat menjelang ujian, **rental Ridho, Mweb**.....meski lambat jaya.
21. Sopir **bemo KIP** beserta bemo KIP-nya yang telah mengantar dan menjemputku dari dan ke kampus dengan selamat sampai tujuan (kalo ga ada teman buat nebeng he3...)
22. **Penemu Bakso** (siapaapun).....makanan lezat yang pernah tercipta di dunia ini, sumber inspirasiku.....hidupku hampa tanpamu hohohoho.....
23. **My private room** beserta semua yang ada di dalamnya.....terima kasih telah menjadi teman paling setia saat bahagia dan saat sedih.

24. Last but not the least.....untuk **hanif arif rurdiono**.....Maap, aku bingung harus ngucapin apa tapi terima kasih banyak.....thanks atas semuanya.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, penulis membuka diri untuk menerima kritik dan saran yang membangun guna kesempurnaan skripsi ini.

Surabaya, Agustus 2006

Penulis

Maya Lusianawati



ABSTRAKSI

Kebijakan dividen merupakan salah satu topik yang menjadi perhatian manajer perusahaan. Kebijakan dividen yang tepat diharapkan dapat diambil oleh manajer perusahaan. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menghasilkan kebijakan yang tepat bagi perusahaan adalah dengan mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, salah satunya adalah *capital mix*. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh *capital mix* terhadap kebijakan dividen perusahaan menurut *life cycle of firm theory*. *Capital mix* digunakan sebagai *proxy* dari *life cycle of firm* pada penelitian ini. Penelitian ini menggunakan rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan rasio laba ditahan terhadap total aset sebagai ukuran *capital mix*. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan rasio total *equity* terhadap total aset, ROA, tingkat pertumbuhan, dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebas. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah regresi logistik, sedangkan data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah *go public* periode 2000-2003.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio RE/TE dan rasio RE/TA sebagai *proxy* dari *life cycle of firm* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan, berarti jika rasio RE/TE dan RE/TA meningkat yang berarti perusahaan semakin matang, maka kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin besar pula. Selain itu, hasil penelitian juga menunjukkan rasio TE/TA, ROA, dan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Rasio RE/TE dan ROA berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan rasio RE/TA, rasio TE/TA, tingkat pertumbuhan, dan ukuran perusahaan tidak secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakn dividen perusahaan.

Kata kunci : kebijakan dividen, *capital mix*, *life cycle of firm*, profitabilitas, ukuran, tingkat pertumbuhan

DAFTAR ISI

	Hal.
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
ABSTRAKSI.....	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xvi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	4
1.3 Tujuan Penelitian.....	4
1.4 Manfaat Penelitian.....	4
1.5 Sistematika Penelitian.....	5
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori.....	6
2.1.1 Pengertian <i>capital mix</i>	6

2.1.2	Pendanaan internal <i>versus</i> eksternal.....	8
2.1.3	Pilihan <i>equity</i> untuk perusahaan <i>private</i>	9
2.3.2	Pilihan <i>equity</i> bagi perusahaan publik.....	11
2.1.5	<i>Hybrid securities</i>	13
2.1.6	Dividen dan kebijakan dividen.....	15
2.1.7	Dividen dari sudut pandang perusahaan.....	16
2.1.8	Teori kebijakan dividen.....	19
2.1.9	Tipe kebijakan dividen.....	22
2.1.10	Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.....	24
2.1.11	Kebijakan dividen menurut <i>life cycle of firm</i>	28
2.2	Penelitian Sebelumnya.....	31
2.3	Hipotesis dan Model Analisis.....	33
2.3.1	Hipotesis.....	33
2.3.2	Model analisis.....	33
2.4	Kerangka Pemikiran.....	34
BAB III METODOLOGI PENELITIAN		
3.1	Identifikasi Variabel.....	35
3.2	Definisi Operasional.....	35
3.3	Jenis dan Sumber Data.....	37
3.4	Prosedur Penentuan Sampel.....	37
3.5	Prosedur Pengumpulan Data.....	37

3.6 Teknik Analisis.....	38
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1 Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur.....	41
4.2 Deskripsi Hasil Penelitian.....	43
4.2.1 Kebijakan dividen.....	43
4.2.2 Rasio laba ditahan terhadap total <i>equity</i>	45
4.2.3 Rasio laba ditahan terhadap total aset.....	48
4.2.4 Rasio total <i>equity</i> terhadap total aset.....	50
4.2.5 <i>Return On Assets</i>	52
4.2.6 <i>Growth</i>	54
4.2.7 Ukuran perusahaan.....	55
4.3 Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis.....	57
4.4 Pembahasan.....	61
BAB V SIMPULAN DAN SARAN	
5.1 Simpulan.....	68
5.2 Saran.....	69
DAFTAR PUSTAKA.....	xvii
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 <i>Life cycle analysis of dividend policy</i>	29
Tabel 4.1 Beberapa indikator rata-rata kinerja perusahaan manufaktur yang telah <i>go public</i> periode 2000-2003.....	41
Tabel 4.2 Kebijakan dividen masing-masing perusahaan sampel.....	44
Tabel 4.3 Hasil perhitungan rasio laba ditahan terhadap total <i>equity</i> masing-masing perusahaan sampel.....	46
Tabel 4.4 Hasil perhitungan rasio laba ditahan terhadap total aset masing-masing perusahaan sampel.....	49
Tabel 4.5 Hasil perhitungan rasio total <i>equity</i> terhadap total aset masing-masing perusahaan sampel.....	51
Tabel 4.6 Hasil perhitungan ROA masing-masing perusahaan sampel.....	53
Tabel 4.7 Hasil perhitungan <i>Growth</i> masing-masing perusahaan sampel.....	54
Tabel 4.8 Ukuran masing-masing perusahaan sampel.....	56
Tabel 4.9 Ringkasan output regresi logistik pengaruh rasio laba ditahan terhadap total <i>equity</i> , rasio laba ditahan terhadap total aset, rasio total <i>equity</i> terhadap total aset, ROA, <i>growth</i> , dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan sampel.....	58

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 *Life cycle of firm*..... 28



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Output SPSS regresi logistik



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan salah satu wahana yang dapat dimanfaatkan untuk memperbanyak pilihan sumber dana bagi perusahaan. Hal ini berarti keputusan pembelanjaan dapat semakin bervariasi. Kehadiran bursa efek telah ikut berperan serta dalam menunjang perkembangan perusahaan-perusahaan dalam suatu negara. Melalui bursa efek, perusahaan dimungkinkan untuk mencari alternatif penghimpunan dana selain melalui perbankan. Perusahaan yang melakukan ekspansi bisa mendapatkan dana tidak hanya dalam bentuk kredit perbankan, tetapi juga dalam bentuk *equity*. Melalui bursa efek, memungkinkan suatu perusahaan untuk menerbitkan sekuritas yang berupa saham dan obligasi.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan tentang apakah perusahaan membagikan dividen ataukah tidak membagikan dividen. Berdasarkan *Jakarta Stock Exchange's cumulative data dividend announcement*, ada peningkatan jumlah perusahaan yang membagikan dividen di Indonesia dari tahun 2000 sampai tahun 2003. Pada tahun 2000, Bursa Efek Jakarta mencatat ada 88 perusahaan yang membagikan dividen dan meningkat menjadi 90 perusahaan pada tahun 2001. Pada tahun 2002, jumlah perusahaan yang membagikan dividen meningkat menjadi 91 perusahaan dan meningkat menjadi 93 perusahaan pada tahun 2003. Kebijakan dividen, khususnya pada perusahaan yang *go public*, akan memiliki pengaruh

terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Jika perusahaan memiliki laba setiap tahunnya, maka manajemen perusahaan tersebut akan berpikir apakah laba yang diperoleh tersebut akan diberikan semua atau sebagian kepada para pemegang saham. Persoalan ini sebenarnya bukan persoalan biasa karena akan mempunyai implikasi pada naik turunnya harga saham perusahaan. Hal tersebut menjadi alasan diperlukan adanya pengaturan tentang bagaimana laba yang diperoleh dialokasikan pada dividen atau diinvestasikan kembali. Adanya tujuan perusahaan untuk memaksimalkan harga atau nilai saham menuntut perusahaan untuk selalu memperhitungkan akibatnya terhadap nilai atau harga saham perusahaan dalam pengambilan kebijakan, termasuk kebijakan dividen. Oleh karena itu, kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan penting dalam perusahaan.

Ada sejumlah faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, antara lain peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan, sumber-sumber modal yang tersedia, ukuran, profitabilitas, serta tingkat pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan hasil dari perubahan tingkat pertumbuhan, arus kas, dan peluang investasi. Tingkat pertumbuhan, arus kas, dan peluang investasi akan berubah sesuai dengan *life cycle* perusahaan sehingga kebijakan dividen juga akan berubah sesuai dengan *life cycle* perusahaan. Perusahaan yang masih muda umumnya memiliki peluang investasi yang besar dengan sumber daya yang terbatas sehingga perusahaan lebih memilih menahan laba yang diperolehnya daripada dibagikan kepada pemegang saham perusahaan. Seiring dengan meningkatnya profitabilitas perusahaan dan semakin berkurangnya peluang investasi, perusahaan yang telah matang cenderung

membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Selain perubahan tingkat pertumbuhan, arus kas dan profitabilitas, *capital mix* sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan juga akan berubah sesuai dengan *life cycle* perusahaan.

Capital mix merupakan proporsi *equity* yang didapatkan oleh perusahaan secara internal (laba ditahan) *versus equity* yang didapatkan secara eksternal. Perusahaan yang masih muda menggunakan *external financing* sebagai sumber pendanaan karena laba yang didapatkan dari aktifitas operasional perusahaan masih tergolong kecil. Laba yang masih tergolong kecil tersebut juga sebagai alasan bagi perusahaan yang masih muda untuk tidak membagi dividen. Seiring dengan bertambahnya umur perusahaan dan semakin meningkatnya laba perusahaan, *capital mix* perusahaan juga akan berubah dan jumlah dividen yang dibagikan perusahaan juga akan terus meningkat. Sebagian besar sumber pendanaan perusahaan yang telah matang dipenuhi dari *internal financing* karena laba yang terus bertambah. Berdasarkan *Jakarta Stock Exchanges cumulative data*, jumlah perusahaan yang membagikan dividen mengalami peningkatan dari tahun 2002-2004 meskipun laba perusahaan secara keseluruhan mengalami penurunan. Pada umumnya, perusahaan-perusahaan di Indonesia memutuskan menerbitkan saham untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan jika laba perusahaan menurun. Jumlah dan nama-nama perusahaan di Indonesia yang menerbitkan saham dapat diketahui dari catatan statistik BAPEPAM. Berdasarkan catatan BAPEPEAM, jumlah perusahaan yang menerbitkan saham terus meningkat sejak awal krisis moneter sampai sekarang.

Perusahaan memilih suatu kebijakan dividen berdasarkan pertimbangan atas sekumpulan faktor tersebut, sehingga diharapkan nantinya keputusan tersebut dapat menaikkan nilai atau harga saham perusahaan.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka masalah yang dikaji dalam penelitian ini adalah apakah *capital mix* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang telah *go public* menurut perspektif *life cycle of firm theory* dengan variabel kontrol rasio total *equity* terhadap total aset, ROA, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan ?

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *capital mix* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang telah *go public* menurut perspektif *life cycle of firm theory*.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dapat diperoleh melalui penelitian ini antara lain:

1. Penulis dapat menambah wawasan serta menambah khasanah pengetahuan tentang kebijakan dividen.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Pengertian *capital mix*

Menurut DeAngelo dan Stulz (2005: 8), *capital mix* adalah bauran (proporsi) *equity* perusahaan yang didapatkan secara internal *versus equity* yang didapatkan secara eksternal. Selanjutnya, DeAngelo dan Stulz menyebutkan bahwa *internal equity* berupa laba ditahan diperoleh perusahaan dari hasil aktivitas operasional perusahaan yang tidak dibagikan sebagai dividen, sedangkan *eksternal equity* diperoleh perusahaan dari penjualan saham. Ada 2 cara mengukur *capital mix* menurut DeAngelo dan Stulz, yaitu dengan mengukur rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan dengan mengukur rasio laba ditahan terhadap total *asset*.

Brealey dan Myers memberikan alasan yang mendasari perusahaan lebih memilih pendanaan berasal dari laba ditahan. Brealey dan Myers (2001:383) menyatakan bahwa :

“ Some believe that manager are simply taking the line of least resistance and dodging the “discipline of securities market” but there are other reasons for relying internally generated funds. The cost of issuing new securities are avoided, for example. The announcement of a new equity issue is usually bad news for investors. Moreover, who worry that the decision signals lower future profits or higher risk. “

Selain mengemukakan keuntungan yang didapat dari penggunaan laba ditahan sebagai sumber dana perusahaan, Archer dan D’ambrosio juga menjelaskan biaya

yang ditimbulkan dari penggunaan laba ditahan. Archer dan Dambrosio (1972:520) menyatakan bahwa :

“Retained earning have a great advantage over most other sources. Like noncash outlays and the sale of assets, the firm need suffer no direct actual or potensial loss of control as a result of the use of these sources. The cost of retained earnings is an implicit cost, measured by the use of retained earning in the next best alternative to wich earnings could be put. In other hand, the cost of retained earning is typically measured by the benefit foregone by shareholders : the cost is the benefits foregone by not receiving higher dividends.”

Pada umumnya, *equity finance* ditingkatkan melalui penjualan saham baik kepada pemegang saham yang lama, maupun kepada pemegang saham yang baru. Pemegang saham akan mengharapkan pengembalian yang lebih besar daripada investor lainnya karena pemegang saham menanggung risiko terbesar di antara para investor lainnya. Para pemegang saham merupakan investor terakhir yang menerima tuntutan atas *asset* perusahaan jika terjadi kebangkrutan.

Block dan Hirt (1990:543) menjelaskan pengaruh perubahan laba perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pada tahap awal pendirian suatu perusahaan, laba yang dihasilkan oleh perusahaan sepenuhnya digunakan untuk reinvestasi sehingga perusahaan tidak membayar dividen. Tahap selanjutnya, seiring dengan peningkatan penjualan dan laba, perusahaan mulai membayar dividen dengan tingkat yang masih rendah karena reinvestasi yang masih membutuhkan banyak dana. Pembayaran dividen tersebut bertujuan untuk menginformasikan kepada pemegang saham bahwa perusahaan dapat menghasilkan laba. Pada tahap-tahap selanjutnya, dividen yang dibayarkan perusahaan terus meningkat karena pertumbuhan laba perusahaan dan kemudahan mendapatkan *external financing*.

2.1.2 Pendanaan internal *versus* eksternal

Kebutuhan dana perusahaan dapat dipenuhi dari internal maupun eksternal perusahaan. Menurut Damodaran (2001:510), pendanaan yang berasal dari hasil operasional *asset* yang dimiliki oleh perusahaan disebut *internal financing*, sedangkan pendanaan yang berasal dari pihak luar perusahaan, *private sources* atau dari *financial market*, dikategorikan sebagai *external financing*.

Perusahaan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal karena beberapa alasan. Damodaran (2001 : 510) menyatakan :

“ For private firm, external financing is typically difficult to raise, and even when it is available (through a venture capitalist, for instance) it is accompanied by a loss of control and flexibility. For publicly traded firms, external financing may be easier to raise, but it is still expensive in terms of issuance coats (in the case of new equity) or lost flexibility (in the case of new debt). Internally generated cash flows, on the other hand, can be used to finance operations without incurring large transactions costs or losing flexibility. “

Damodaran (2001 : 510) juga menyebutkan adanya batasan-batasan dalam penggunaan pendanaan internal untuk membiayai proyek. Pertama, ekuitas internal dibatasi oleh hasil yang didapatkan dari aset perusahaan sehingga jika ekuitas internal yang didapatkan perusahaan sedikit, maka dana yang tersedia untuk membiayai proyek akan sedikit pula. Kedua, manajer perusahaan harus membuat keputusan tanpa memikirkan akibatnya bagi harga saham perusahaan, karena proyek perusahaan hanya dibiayai dari ekuitas internal.

Watson dan Head (2004: 127) mengemukakan beberapa keuntungan dan kerugian yang didapatkan perusahaan yang telah tercatat di bursa efek. Keuntungan yang didapat perusahaan yang telah tercatat di bursa efek adalah kemudahan untuk

mendapatkan dana secara eksternal dan saham perusahaan yang tercatat di bursa efek lebih mudah didapat investor daripada saham perusahaan *private*. Kerugian yang didapat perusahaan yang telah tercatat di bursa efek adalah biaya penerbitan yang cukup tinggi dan harapan para pemegang saham yang harus dipenuhi perusahaan

2.1.3 Pilihan *equity* untuk perusahaan *private*

Damodaran (2001 : 484) menyatakan bahwa pilihan sumber pendanaan perusahaan tergantung pada bentuk kepemilikan perusahaan (publik atau *private*), tingkat pertumbuhan perusahaan dan karakteristik resiko perusahaan. Ada sejumlah pilihan *equity* sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan *private* menurut Damodaran (2001 : 484), yaitu :

1. *Owner's equity*

Mayoritas sebuah bisnis, termasuk beberapa dari perusahaan yang telah sukses, memulai bisnisnya sebagai bisnis kecil dengan satu atau beberapa individu yang menyediakan uang dan menginvestasikan kembali pendapatannya ke dalam perusahaan. Dana yang dibawa oleh pemilik perusahaan disebut sebagai *owner's equity* dan dana tersebut sebagai dasar bagi pertumbuhan dan kesuksesan perusahaan. *Owner's equity* memiliki beberapa kesamaan karakteristik dengan saham biasa. Pertama, pendapatan *owner's equity* dan pemegang saham biasa berasal dari arus kas residual perusahaan. Kedua, arus kas yang diberikan kepada investor *equity* tidak mendapat *tax deductible*. Ketiga, peminjam mendapat

prioritas pertama terhadap tuntutan arus kas operasional dan *asset*. Keempat, pemegang *equity* memegang kontrol perusahaan.

2. *Venture capital*

Setelah bisnis terus sukses dan berkembang, dana yang tersedia tidak cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Kebanyakan perusahaan *private* tidak dapat melakukan transisi ke perusahaan publik karena biayanya yang sangat besar. Alternatif lain bagi perusahaan *private* untuk mendapatkan dana adalah melalui *venture capital*. Menurut Damodaran (2001 : 484), *venture capital* adalah :

” entity that provides equity financing to small and often risky business in return for share in ownership of the firm “

Ukuran kepemilikan *venture capital* tergantung pada 2 faktor, yaitu :

- a Seberapa besar kontribusi *venture capital* tersebut terhadap nilai total perusahaan.
- b Faktor lain yang mempengaruhi *venture capital* adalah sumber dana lain. Jika perusahaan bisa mendapatkan dana dari sumber lain, maka *bargaining position* perusahaan akan lebih kuat sehingga dapat menurunkan kepemilikan *venture capital*.

Pada umumnya, kemampuan untuk mendapatkan dana dari sumber alternatif atau menjadi *go public* akan meningkat seiring dengan peningkatan ukuran perusahaan dan berkurangnya ketidakpastian prospek masa depan perusahaan. Hal tersebutlah yang menjadi alasan bagi perusahaan yang lebih kecil dan lebih berisiko lebih memilih *venture capital*.

2.1.4 Pilihan *equity* bagi perusahaan publik

Menurut Gitman (1995:480), perusahaan membutuhkan *external financing* ketika perusahaan sedang tumbuh dan tidak dapat membiayai kebutuhan dananya secara internal. Menurut Damodaran (2001 : 485), ada sejumlah pilihan *equity* bagi perusahaan publik yaitu :

1. *Common stock*

Pada umumnya, saham yang diterbitkan perusahaan seragam, artinya masing-masing saham menerima hasil yang sama, yaitu dividen dan hak *voting*. Perusahaan memilih *common stock* sebagai sumber pendanaan disebabkan beberapa hal, yaitu (Damodaran, 2001 : 486) :

- a *Common stock* merupakan sekuritas yang sederhana dan relatif mudah dipelajari.
- b *Common stock* merupakan pilihan sekuritas yang mudah bagi perusahaan yang tidak dapat menerbitkan obligasi.
- c Perlakuan akuntansi untuk *common stock* telah ada dan mudah untuk dipelajari karena format *conventional*-nya sudah tersedia.

2. *Warrant*

Pemegang *warrant* dapat menerima hak untuk membeli saham pada perusahaan dengan harga yang ditetapkan saat ini di masa mendatang sebagai pengembalian pembayaran *warrant* saat ini. Perusahaan menggunakan *warrant* sebagai salah satu sumber dananya karena hal-hal sebagai berikut (Damodaran, 2001 : 486) :

- a Harga *warrant* berdasarkan *variance of underlying share's price*. Jika pasar mengestimasi resiko perusahaan lebih tinggi, maka perusahaan akan mendapatkan keuntungan karena *warrant* akan dinilai relatif lebih tinggi daripada nilai aslinya.
 - b *Warrant* tidak menciptakan kewajiban finansial (seperti dividen) sehingga *warrant* merupakan pilihan yang lebih baik bagi perusahaan pada posisi *high growth* untuk mendapatkan dana, khususnya ketika arus kas masuk rendah.
 - c *Warrant* tidak menciptakan tambahan saham baru ketika perusahaan ingin meningkatkan *equity*-nya sehingga penerbitan *warrant* tidak menimbulkan *dilution*.
3. *Contingent value right*

Contingent value right memberikan hak kepada investor untuk menjual saham dengan harga yang telah ditetapkan. Perbedaan *contingent value right* dibandingkan *put option* adalah dalam hal proses penjualan dan jangka waktunya. *Contingent value right* memiliki jangka waktu yang lebih panjang daripada *put option*. Damodaran (2001 : 488) memberikan beberapa alasan perusahaan memilih menerbitkan *contingent value right*, yaitu :

“ The most obvious is that the firm believes it is significantly undervalued by the market. In such a scenario, the firm may offer contingent value rights to take advantages of its belief and to provide a signal to the market of the undervaluation. Contingent value rights are also useful if the market is

overestimating volatility and the put price reflects this misestimated volatility. Finally, the presence of contingent value rights as insurance may attract new investors to the market for the common stock.”

2.1.5 *Hybrid securities*

Equity menunjukkan *residual claim* pada arus kas dan aset perusahaan serta dikaitkan dengan kontrol perusahaan. Utang menunjukkan *fixed claim* pada arus kas dan aset perusahaan serta tidak dikaitkan terhadap kontrol perusahaan. Ada beberapa pilihan sumber pendanaan yang tidak termasuk dua kategori *equity* ataupun utang tersebut. *Hybrid securities* mempunyai beberapa karakteristik *equity* dan beberapa karakteristik utang. Berikut ini termasuk *hybrid securities* menurut Damodaran (2001:488) :

1. *Convertible bond*

Convertible bond adalah obligasi yang bisa diubah menjadi saham biasa. Keuntungan yang didapat perusahaan jika perusahaan menggunakan *convertible bond* adalah sebagai berikut :

- a *Convertible bond* memberi alternatif menarik daripada utang biasa bagi perusahaan *high growth* yang tidak memiliki arus kas operasi yang tinggi. Kombinasi tingkat pertumbuhan yang tinggi dan risiko perusahaan akan menaikkan nilai *conversion option* dan menurunkan tingkat bunga serta arus kas keluar bagi perusahaan.

b *Convertible bond* merupakan salah satu jalan untuk menurunkan konflik antara pemegang *equity* dan pemegang utang pada perusahaan. Jika investor *equity* lebih memilih proyek berisiko dan penerbitan utang baru yang membuat posisi pemegang utang lebih buruk, pemegang *convertible bond* dapat berganti menjadi investor *equity*.

2. *Preferred stock*

Seperti halnya utang, *preferred stock* meminta pembayaran tetap tiap periode, apabila perusahaan tidak memiliki kas untuk membayarnya, dividen dapat dikumulatif. Seperti halnya utang pula, *preferred stock* tidak dikaitkan dengan kontrol perusahaan dan hak *voting*. Selain itu, *preferred stock* juga memiliki karakteristik *equity*, yaitu tidak memiliki *maturity debt* dan pembayaran dividennya tidak mendapat *deductible tax*. Berikut ini beberapa alasan yang dikemukakan oleh Damodaran yang mendasari perusahaan menggunakan *preferred stock* :

- a Jika perusahaan telah memiliki utang yang cukup besar tetapi perusahaan ingin menambah kas tanpa harus menambah pembagian kontrol dan *debt ratio*, maka perusahaan dapat menggunakan *preferred stock*.
- b Menawarkan jalan untuk menaikkan uang perusahaan bagi perusahaan yang tidak mempunyai pilihan (utang atau *equity*) yang tersedia bagi perusahaan.

3. *Open-linked bonds*

Pada tahun-tahun terakhir ini, perusahaan telah memperhatikan nilai kombinasi dari *options* dan obligasi untuk menciptakan *open-linked bonds* yang lebih memenuhi kebutuhan perusahaan. Contohnya : perusahaan komoditi menerbitkan *open-linked bonds* yang dapat menyesuaikan pembayaran bunganya berdasarkan harga komoditi. Jika harga komoditi naik, maka bunga yang dibayarkan akan tinggi dan berlaku sebaliknya. Contoh lainnya adalah perusahaan asuransi menerbitkan obligasi dengan *coupon* yang dapat diturunkan pada saat terjadi bencana tanpa berpengaruh pada waktu pembayaran.

2.1.6 **Dividen dan kebijakan dividen**

Secara umum, dividen adalah laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang sahamnya. Pada umumnya, dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas, tapi tidak menutup kemungkinan perusahaan membagikannya dalam bentuk dividen saham. Pengertian tersebut diperkuat dengan adanya pasal 62 ayat (2) Undang-Undang No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (UUPT) yang menyebutkan bahwa dalam hal Rapat Umum Pemegang Saham tidak menentukan lain, seluruh laba bersih setelah dikurangi penyisihan untuk cadangan sebagaimana dimaksud dalam pasal 61 ayat (1) dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Pasal tersebut menyimpulkan bahwa pembagian dividen pada suatu perusahaan diambil dari laba bersih, bukan dari saldo laba.

Menurut Trismawati dari *Departement of Economic and Development Studies*, kebijakan dividen adalah kebijakan tentang berapa banyak bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan sebagai dividen, sedangkan Lasher (2003: 364) menyatakan kebijakan dividen adalah kebijakan membagikan atau menahan laba yang didapatkan perusahaan untuk diinvestasikan kembali, yang keduanya, membagi atau menahan laba, menguntungkan pemegang saham dengan cara yang berbeda. Jika perusahaan memilih memberikan dividen, pemegang saham mendapat uang kas untuk selanjutnya dapat digunakan sesuai kehendaknya, sedangkan keuntungan yang didapatkan pemegang saham dari penahanan laba perusahaan adalah kenaikan harga saham sebagai akibat dari proyek penginvestasian kembali laba perusahaan yang diharapkan akan mendatangkan laba yang lebih besar bagi perusahaan. Kebijakan dividen menurut DeAngelo dan Stulz (2005) adalah kebijakan membagikan dividen atau tidak membagikan dividen tanpa memperhatikan berapa besar dividen yang dibagikan. Lebih lanjut lagi, Weston dan Brigham (2000 : 198) menyebutkan adanya istilah kebijakan dividen optimal, yaitu kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan.

2.1.7 Dividen dari sudut pandang perusahaan

Perusahaan harus membuat keputusan berkaitan dengan pendapatannya, membagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau menahan untuk *reinvestment* pada bisnis (*retained earning*). Jika perusahaan membutuhkan dana

untuk diinvestasikan pada proyek yang dirasakan akan membawa hasil yang optimal, perusahaan akan lebih memilih tidak membagikan dividen karena pendanaan dari *retained earning* lebih murah daripada menerbitkan saham yang baru (Irwin, 2005 : 216). Hal tersebut dikarenakan adanya tambahan biaya transaksi pada penerbitan saham yang baru. Alasan yang dikemukakan oleh Damodaran (2001 :693) yang mendasari perusahaan membayar dividen kurang dari yang jumlah kas yang tersedia, yaitu :

1. Manajemen perusahaan akan mendapat keuntungan dengan mempertahankan kas daripada membayar dividen karena keinginan manajer perusahaan untuk membangun perusahaan yang ukurannya lebih besar atau karena manajemen merasa membutuhkan kas pada periode ketika pendapatan perusahaan menurun sehingga manajemen dapat mempertahankan kontrol.
2. Perusahaan yang kurang yakin tentang kebutuhan pendanaan masa mendatang akan memilih mempertahankan sebagian kas untuk investasi yang tiba-tiba datang atau untuk memenuhi kebutuhan yang tidak diantisipasi sebelumnya.
3. Laba perusahaan yang berfluktuasi juga merupakan salah satu alasan untuk menahan sebagian kas. Hal ini dilakukan agar dapat meratakan dividen secara reguler.
4. Pemegang obligasi akan memberi batasan terhadap pembayaran kas kepada pemegang saham untuk memastikan ketersediaan dana pembayaran kas ke pemegang obligasi.

Narayanan (2004:118) memberikan alasan yang mendasari perusahaan tidak menyimpan kas yang cukup besar pada perusahaan. Alasan tersebut adalah sebagai berikut :

1. *Agency problem*

Manajer yang secara reguler membayar dividen akan menurunkan *free cash flow* yang tersedia pada perusahaan. Kelebihan kas yang ditahan dapat dijadikan sebagai dorongan bagi manajer untuk menggunakan kelebihan sumberdaya tersebut ke proyek yang kurang menguntungkan.

2. *Signaling hypothesis*

Investor beranggapan bahwa perusahaan memberikan dividen karena manajemen perusahaan optimis akan mendapatkan kenaikan laba di masa mendatang.

3. *Capital structure*

Jika perusahaan menginginkan keuntungan dari penghematan pajak yang bisa didapatkan dari utang, perusahaan akan memilih *capital structure* yang memiliki lebih banyak utang dan memutuskan membagi labanya kepada pemegang saham. Selain itu, jumlah utang yang bertambah akan lebih menekan manajer perusahaan untuk lebih berdisiplin dan lebih berkinerja bagus karena adanya tuntutan untuk selalu memenuhi kewajiban pembayaran utang tersebut.

4. Biaya transaksi

Investor yang membutuhkan arus kas akan lebih memilih pembayaran dividen secara reguler daripada harus menjual sahamnya untuk mendapatkan uang tunai. Hal ini karena biaya transaksi penjualan saham yang relatif tinggi.

2.1.8 Teori kebijakan dividen

1. Teori ketidakrelevanan dividen

Penganjur utama teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*) adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Miller dan Modigliani berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta risiko bisnisnya, atau dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh bagaimana pendapatan tersebut dibagi antara dividen dan laba ditahan. Ada beberapa asumsi yang digunakan MM dalam teori ini seperti yang dikutip Weston dan Brigham (1998: 198), yaitu :

- a Tidak ada pajak pendapatan perseorangan atau perusahaan
- b Tidak ada biaya emisi jual-beli saham
- c Leverage keuangan tidak berpengaruh pada biaya modal
- d Para investor dan manajer memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan
- e Kebijakan penganggaran modal perusahaan terlepas dari kebijakan dividen
- f Distribusi pendapatan tidak berpengaruh pada biaya ekuitas perusahaan.

2. Teori *Bird in the Hand*

Teori ini menyebutkan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kebijakan dividennya. Gordon dan Lintner, seperti yang dikutip oleh Weston dan Brigham (1998 : 199), mengatakan bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menyukai

uang yang diharapkan dari dividen daripada uang yang diharapkan dari *capital gain* karena risiko komponen hasil dividen lebih kecil daripada komponen *capital gain*. MM tidak setuju dengan teori yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner karena kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis. Selain itu, menurut MM risiko arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang ditentukan hanya oleh risiko dari arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

3. *Information Content*, atau *Signaling Hypothesis*

Kenyataan bahwa kenaikan dividen yang besar biasanya menyebabkan kenaikan harga saham memberi kesan bagi beberapa orang bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Para investor memperhatikan adanya fakta yang cukup kuat bahwa perusahaan selalu enggan menurunkan dividen, dan akibatnya, manajer tidak akan menaikkan dividen kecuali kalau manajer mengantisipasi laba yang lebih tinggi, atau setidaknya laba yang stabil. *Signaling hypothesis* menjelaskan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai pertanda perkiraan manajemen mengenai pendapatan perusahaan di masa mendatang.

4. *Clientele effect*

Clientele effect menjelaskan bahwa perusahaan cenderung menarik tipe investor yang menyukai kebijakan dividennya. Ada 2 tipe pemegang saham berdasarkan hasil yang ingin diperoleh pemegang saham dari investasinya dalam perusahaan,

yaitu pemegang saham yang menginginkan dividen dan pemegang saham yang menginginkan *capital gain*. Apabila perusahaan tidak membagikan dividen, maka pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini akan dirugikan. Pemegang saham tersebut harus menjual sebagian sahamnya untuk mendapatkan uang tunai dengan dibebani biaya perantara yang cukup tinggi untuk transaksi kecil. Sebaliknya, apabila perusahaan membagikan dividen, para pemegang saham yang tidak membutuhkan uang tunai terpaksa menerima penghasilan tersebut, membayar pajak, dan melakukan reinvestasi atas dividen yang tersisa. MM menarik kesimpulan bahwa investor yang menginginkan pendapatan pada periode berjalan akan memilih saham perusahaan yang membagikan dividen, sedangkan para investor yang tidak membutuhkan pendapatan kas pada periode berjalan akan memilih saham pada perusahaan yang tidak membagikan dividen.

5. *Tax preference theory*

Teori ini menjelaskan bahwa investor lebih memilih *capital gain* daripada dividen saat ini karena pajak *capital gain* lebih rendah daripada pajak dividen. Lasher (2003 : 245) memberikan alasan yang mendasari *tax preference theory* :

- a Capital gain hanya dikenakan pajak saat saham dijual, sedangkan dividen dianggap sebagai *ordinary income* yang dikenakan pajak setiap kali pemegang saham mendapatkan dividen.
- b Semua pajak pada *capital gain* dapat dihindari jika saham tidak dijual sampai pemegang sahamnya meninggal dunia.

- c Saham dialihkan ke ahli waris dengan basis pajak yang sama dengan nilai pasar saat itu, jadi kenaikan harga sampai tanggal pengalihan saham tidak akan pernah dikenakan pajak.

2.1.9 Tipe kebijakan dividen

Menurut Weston dan Brigham (1998 : 205), ada beberapa macam kebijakan dividen :

1. Kebijakan dividen residual

Kebijakan yang menghitung dividen yang dibayarkan sama dengan laba dikurangi dengan laba yang perlu ditahan untuk membiayai anggaran modal perusahaan yang optimal. Menurut Weston dan Brigham (1998:205), dasar kebijakan dividen residual adalah kenyataan bahwa investor lebih menginginkan perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada tingkat pengembalian (laba) rata-rata yang dapat dihasilkan sendiri oleh investor dari investasi lain dengan risiko yang sama. Penggunaan kebijakan dividen residual mengharuskan manajer perusahaan menentukan struktur modal untuk memenuhi anggaran modal perusahaan. Selama perusahaan membiayai kebutuhan dana perusahaan dengan paduan yang optimal dari utang dan ekuitas dan selama perusahaan menggunakan hanya ekuitas yang dihasilkan secara internal, maka biaya marjinal atas setiap tambahan satu rupiah modal baru akan diperkecil. Jika ekuitas yang dihasilkan

secara internal tidak mencukupi kebutuhan dana perusahaan, maka perusahaan harus memilih saham baru yang biayanya lebih mahal.

2. Kebijakan dividen yang konstan, atau naik secara mantap

Banyak perusahaan menetapkan jumlah dividen tahunan untuk setiap lembar sahamnya dan kemudian mempertahankannya, serta menaikkan dividen tahunan hanya jika kelihatan jelas bahwa laba mendatang akan mencukupi untuk membiayai kenaikan dividen tersebut. Kebijakan dividen itulah yang disebut sebagai kebijakan dividen konstan atau naik secara mantap. Ada 2 alasan yang mendorong perusahaan untuk memilih kebijakan dividen yang naik secara mantap. Pertama, adanya *signaling hypothesis* menjadikan kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengakibatkan ketidakpastian yang lebih besar sehingga ks akan lebih tinggi dan harga saham yang lebih rendah daripada kebijakan dividen mantap. Kedua, sebagian besar pemegang saham menggunakan dividen untuk konsumsi saat ini dan pemegang saham akan dirugikan apabila pemegang saham harus menjual sahamnya untuk memperoleh uang tunai. Selain itu, pemegang saham akan merasa cemas jika terjadi penurunan dividen.

3. Dividen yang tetap kecil tetapi ditambah pembayaran ekstra

Kebijakan ini menetapkan pembagian dividen yang tetap kecil tetapi ditambah dengan pembayaran dividen kas ekstra akhir tahun jika terdapat kelebihan dana yang tersedia. Kebijakan dividen yang tetap kecil tetapi ditambah pembayaran ekstra memberikan keluwesan bagi perusahaan, sementara investor dapat tetap mengharapkan penerimaan setidaknya-tidaknya suatu jumlah dividen minimum.

Apabila laba dan arus kas perusahaan sangat fluktuatif, maka kebijakan ini menjadi pilihan yang terbaik.

4. Rasio pembagian dividen yang konstan

Manajer perusahaan perlu menetapkan terlebih dahulu rasio pembagian dividen jika manajer perusahaan memutuskan menggunakan kebijakan rasio kebijakan dividen yang konstan. Jika perusahaan membagikan suatu persentase laba yang konstan sebagai dividen, maka perusahaan perlu memperhitungkan bahwa jumlah dividen akan berubah-ubah karena laba pasti akan berubah-ubah. Manajer perusahaan juga harus memperhatikan bahwa perusahaan harus mengurangi dividen pada tahun-tahun laba perusahaan berkurang, dan hal ini mengakibatkan harga saham perusahaan dapat menurun.

2.1.10 Faktor- faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Berikut ini faktor-faktor yang dianalisis perusahaan dalam memutuskan kebijakan dividen :

1. *Capital mix*

Capital mix adalah bauran antara *equity* yang didapatkan secara internal versus *equity* yang didapatkan secara eksternal oleh perusahaan. Ada dua cara mengukur *capital mix* yaitu dengan rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan rasio laba ditahan terhadap total aset. Pengukuran *capital mix* pada penelitian ini menggunakan dua rasio berikut ini :

$$\text{Rasio laba ditahan terhadap total equity} = \frac{\text{Laba ditahan}}{\text{Total equity}} \quad (2.1)$$

$$\text{Rasio laba ditahan terhadap total aset} = \frac{\text{Laba ditahan}}{\text{Total aset}} \quad (2.2)$$

Menurut *life cycle of firm theory*, perusahaan yang masih muda mempunyai *internal equity* yang masih rendah sehingga cenderung untuk tidak membagikan dividen. Seiring dengan bertambahnya umur perusahaan, bertambah pula *internal equity* perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan rasio laba ditahan terhadap total aset perusahaan dan meningkatkan kecenderungan untuk membagikan dividen bagi perusahaan.

2. Jumlah utang perusahaan

Salah satu sumber dana perusahaan selain berasal dari *equity* adalah berasal dari utang. Pada umumnya, pemberi utang menetapkan batasan yang dinyatakan sebagai persentase maksimum laba ditahan kumulatif untuk menjaga kemampuan perusahaan membayar utang. Semakin besar persentase maksimum laba ditahan yang menjadi batasan perjanjian utang, maka semakin kecil kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Selain itu, semakin besar jumlah utang perusahaan, maka perusahaan harus menyediakan kas yang semakin besar pula untuk pembayaran pokok dan bunga pinjaman tiap periodenya sehingga hal tersebut akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Penelitian ini menggunakan rasio total *equity* terhadap total aset sebagai ukuran

jumlah utang perusahaan. Rasio total *equity* terhadap total aset merupakan proporsi modal perusahaan yang berupa *equity* dari keseluruhan modal (*equity* + utang) perusahaan. Jika rasio total *equity* terhadap total aset tinggi, berarti jumlah utang perusahaan rendah dan kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan tinggi pula. Rasio total *equity* terhadap total aset dihitung dengan cara sebagai berikut :

$$\text{Rasio total } equity \text{ terhadap total aset} = \frac{\text{Total } equity}{\text{Total aset}} \quad (2.3)$$

3. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Dividen merupakan bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham setelah semua kewajiban perusahaan terpenuhi. Oleh karena itu, jika kemampuan menghasilkan perusahaan tinggi maka kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen akan tinggi pula. Fama dan French (2001), menggunakan *earning before interest* dan *aggregate common stock earnings over aggregate book equity*, tetapi Fama dan French berpendapat bahwa

“Earnings before interest represent the pay off on a firm’s assets, but earnings available for common may be more relevant for the decision to pay dividends. The gap between the profitability of payers and non-payers is even wider when profitability is measured as aggregate commonstock earnings over aggregate book equity”.

Return on assets digunakan untuk mengukur profitabilitas perusahaan pada penelitian ini. *Return on assets* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan

perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan aset perusahaan yang diukur dengan membandingkan *earnings before interest and taxes (EBIT)* dengan total aset.

4. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana bagi proyek investasinya. Horne dan Wachowicz (1998:503), menyatakan bahwa “semakin besar dan semakin kuat perusahaan, semakin baik jalan masuk ke pasar modal”. Semakin besar kemampuan perusahaan menebus pasar modal, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana selain dari laba perusahaan sehingga semakin besar kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen.

5. Tingkat pertumbuhan perusahaan

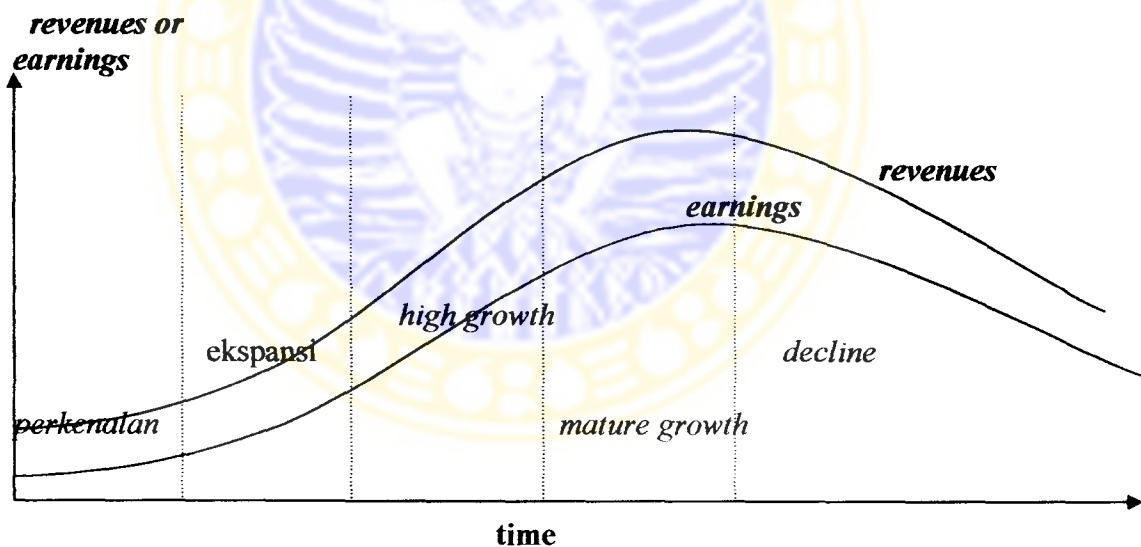
Tingkat pertumbuhan yang tinggi menunjukkan peluang investasi perusahaan tinggi. Semakin besar peluang investasi perusahaan, maka kebutuhan dana perusahaan akan semakin besar pula, sehingga kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin rendah DeAngelo dan Stulz (2005) menggunakan *assets growth rate*, *market to book ratio*, dan *sales growth rate* sebagai ukuran tingkat pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan penjualan digunakan sebagai ukuran tingkat pertumbuhan perusahaan pada penelitian ini karena berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fama dan French (2001) serta DeAngelo dan Stulz (2005), baik perusahaan yang membagikan dividen

maupun perusahaan yang tidak membagikan dividen sama-sama memiliki *market to book ratio* yang tinggi. Selain itu, DeAngelo dan Stulz berpendapat bahwa :

“ Assets growth rate automatically increases with earnings, and higher earnings increase the probability of paying dividends for reasons unrelated to growth prospect, making assets growth rate a less than ideal growth measure “

2.1.11 Kebijakan dividen menurut *life cycle of firm*

Gambar 2.1 : *Life cycle of firm*



Sumber : Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance Theory and Practice*. Second Edition. New York : John Wiley and Son, Inc. Hal 664

Tabel 2.1 : *Life cycle analysis of dividend policy*

	<i>Start-up</i>	<i>expansion</i>	<i>High growth</i>	<i>Mature growth</i>	<i>Decline</i>
<i>External funding needs</i>	<i>High, but constrained infrastructure</i>	<i>High, relative firm value</i>	<i>Moderate, relative to firm value</i>	<i>Low, as projects dry up</i>	<i>Low, as projects dry up</i>
<i>Internal financing</i>	<i>Negative or low</i>	<i>Negative or low</i>	<i>Low, relative to funding needs</i>	<i>High, relative to funding needs</i>	<i>More than funding needs</i>
<i>External financing</i>	<i>Owner's equity Bank debt</i>	<i>Venture capital Common stock</i>	<i>Common stock Warrants Convertibles</i>	<i>Debt</i>	<i>Retire debt Repurchase stock</i>
<i>Capacity to pay dividends</i>	<i>None</i>	<i>None</i>	<i>Very low</i>	<i>Increasing</i>	<i>High</i>

Sumber : Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance Theory and Practice*. Second Edition. New York : John Wiley and Son, Inc. Hal 664

Damodaran (2001 : 511) menyatakan bahwa perbedaan kebijakan dividen sepanjang *life cycle* perusahaan sebagai hasil dari perubahan tingkat pertumbuhan, *cash flow*, dan kelayakan proyek. Selain itu, Damodaran juga menyebutkan ada lima *stages* dari *life cycle* perusahaan, yaitu :

1. Perkenalan

Tahap perkenalan menunjukkan tahap pertama setelah bisnis dibentuk. Secara umum, bisnis tersebut merupakan bisnis pribadi yang dibiayai oleh ekuitas pemilik dan mungkin utang bank. Tantangan pada tahap ini adalah kebutuhan pendanaan dan usaha untuk mendapatkan pelanggan. Pada posisi ini, pendapatan perusahaan masih sangat rendah karena permintaan terhadap produk perusahaan

masih sangat rendah. Oleh karena itulah, *internal funding* rendah dan sumber dana perusahaan berasal dari sumber eksternal. Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen pada tahap ini masih belum ada karena pada tahap ini perusahaan ini masih berupa bisnis pribadi dan laba yang masih rendah.

2. Ekspansi

Jika perusahaan sukses menarik pelanggan dan membangun *image* pada pasar, maka permintaan akan produknya akan meningkat sehingga tingkat pertumbuhan pendapatan akan meningkat pula. Selain itu, perusahaan akan meningkatkan kebutuhan pendanaannya untuk melakukan ekspansi. Pada tahap ekspansi, perusahaan kurang menghasilkan arus kas yang tinggi secara internal dan kebutuhan investasi menjadi tinggi, sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar dividen masih rendah. Beberapa perusahaan pada posisi ini akan melakukan transisi ke perusahaan publik dan mendapatkan dana yang dibutuhkan dengan menerbitkan saham.

3. *High Growth*

Pada tahap ini, permintaan atas produk perusahaan terus meningkat dengan tingkat pertumbuhan laba yang lebih tinggi daripada tahap sebelumnya. Transisi perusahaan pribadi ke perusahaan publik menyebabkan pilihan sumber pendanaan bertambah. Secara umum, perusahaan publik pada tahap *high growth* akan lebih memilih untuk menerbitkan lebih banyak *equity* dalam bentuk saham biasa, *warrant*, dan pilihan *equity* lainnya. Jika perusahaan menggunakan utang, perusahaan lebih memilih *convertible debt* untuk meningkatkan modal. Pada

posisi ini, kemampuan membayar dividen perusahaan masih sangat rendah karena masih tingginya kebutuhan dana untuk investasi.

4. *Mature Growth*

Pada tahap *mature growth*, perusahaan mengalami dua fenomena yaitu pendapatan dan arus kas yang terus meningkat sebagai hasil dari investasi lama perusahaan dan kebutuhan investasi di proyek baru yang menurun. Pada tahap ini pula, profitabilitas perusahaan mencapai titik maksimal sebagai hasil dari *economies of scale*. Hal tersebut menyebabkan peningkatan proporsi kebutuhan dana dapat dipenuhi oleh pendanaan internal dan perubahan pada tipe pendanaan eksternal yang digunakan. Hal tersebut juga menyebabkan semakin meningkatnya kemampuan perusahaan membayar dividen. Perusahaan akan lebih memilih menggunakan utang dalam bentuk utang bank atau obligasi perusahaan untuk membiayai kebutuhan investasinya. Pada akhir tahap ini, perusahaan mulai mengalami penurunan pendapatan dan laba karena semakin banyaknya pesaing yang masuk ke pasar.

5. Penurunan

Pada tahap penurunan, pendapatan dan perusahaan terus menurun. Penurunan tersebut terjadi karena pengambilalihan pangsa pasar oleh pesaing baru dan permintaan atas produk perusahaan yang terus menurun. Investasi yang telah ada tetap menghasilkan arus kas tetapi terus menurun dan perusahaan sedikit membutuhkan dana untuk investasi yang baru sehingga pendanaan internal melebihi kebutuhan penginvestasian kembali. Semakin menurunnya kebutuhan

dana untuk investasi baru menyebabkan kemampuan membayar dividen perusahaan menjadi tinggi. Perusahaan lebih memilih mempertahankan utang yang ada dan membeli kembali saham daripada menerbitkan saham atau obligasi baru.

2.2 Penelitian Sebelumnya

Fama dan French (2001), melakukan penelitian dengan judul “ *Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to pay*” di Amerika Serikat. Fama dan French menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel tergantung dan tingkat pertumbuhan, profitabilitas, dan ukuran perusahaan sebagai variabel bebas. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung untuk membayar dividen, dan ketika laba kecil dan tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi cenderung menahan laba yang diperoleh, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Selain itu, Fama dan French juga menemukan bahwa, untuk perusahaan manufaktur, perusahaan dengan positif *retained earning* menurun dari 88,2% di tahun 1978 ke 49,8% di tahun 2002, penurunan ini parallel dengan penurunan perusahaan yang membayar dividen.

DeAngelo dan Stulz (2005) melakukan penelitian pengaruh *capital mix* terhadap kebijakan dividen menurut *life cycle theory* di Amerika. Dalam penelitian tersebut, DeAngelo dan Stulz menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel tergantung, sedangkan rasio laba ditahan terhadap total *equity*, rasio laba ditahan

terhadap total *asset*, profitabilitas, rasio total *equity* terhadap total *asset*, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan dan rasio kas terhadap total *asset* sebagai variabel bebas. DeAngelo dan Stulz mengawali penelitian pada Juni 2004 dan penelitian tersebut direvisi kembali pada Mei 2005 di negara Amerika Serikat. DeAngelo dan Stulz menggunakan data berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur dari tahun 1973 hingga 2002. DeAngelo dan Stulz menggunakan metode regresi logistik dan data *pooling*. Hasil penelitian DeAngelo dan Stulz adalah bahwa keputusan dividen dipengaruhi oleh rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan rasio laba ditahan terhadap total *asset* dengan variabel kontrol profitabilitas, tingkat pertumbuhan, rasio total *equity* terhadap total *asset*, ukuran perusahaan dan rasio kas terhadap total aset. Perusahaan cenderung membagikan dividen jika tingkat rasio laba ditahan terhadap total *equity* tinggi dan rasio laba ditahan terhadap total *asset* tinggi pula. Selain itu, hasil penelitian DeAngelo dan Stulz menunjukkan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.3 Hipotesis dan Model Analisis

2.3.1 Hipotesis

Berdasarkan latarbelakang, rumusan masalah dan tinjauan pustaka, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut : “ *capital mix* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang telah *go public* menurut perspektif *life cycle of firm theory*”

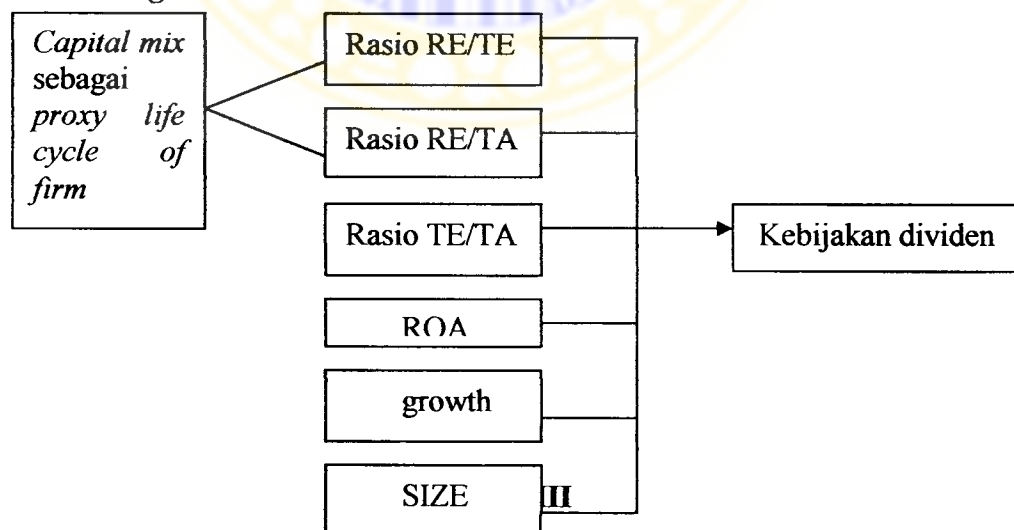
2.3.2 Model analisis

$$KDIV_{it} = \alpha + \beta_1 RE/TE_{it} + \beta_2 RE/TA_{it} + \beta_3 TE/TA_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 GROWTH_{it} + \beta_6 SIZE_{it}$$

Keterangan :

- $KDIV_{it}$ = kebijakan dividen perusahaan i pada tahun t
- RE/TE_{it} = rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan i pada tahun t
- RE/TA_{it} = rasio laba ditahan terhadap total *asset* perusahaan i pada tahun t
- TE/TA_{it} = rasio total *equity* terhadap total aset perusahaan i pada tahun t
- ROA_{it} = *Return On Assest* perusahaan i pada tahun t
- $GROWTH_{it}$ = tingkat pertumbuhan perusahaan i pada tahun t
- $SIZE_{it}$ = ukuran perusahaan pada perusahaan i tahun t

2.4 Kerangka Pemikiran



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Identifikasi Variabel

Berdasarkan model analisisnya, variabel yang digunakan adalah :

1. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (KDIV)
2. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari :
 - a. Rasio laba ditahan terhadap total *equity* (RE/TE)
 - b. Rasio laba ditahan terhadap total *asset* (RE/TA)
 - c. Rasio total *equity* terhadap total aset (TE/TA)
 - d. *Return On Assets* (ROA)
 - e. Tingkat pertumbuhan (GROWTH)
 - f. Ukuran perusahaan (SIZE)

3.2 Definisi Operasional

- a Kebijakan dividen adalah kebijakan manajemen perusahaan untuk membagikan atau tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Perusahaan yang membagikan dividen diberi kode 1, sedangkan perusahaan yang tidak membagikan dividen diberi kode 0.

- b Rasio laba ditahan terhadap total *equity* merupakan proporsi *equity* yang didapatkan secara internal dari total *equity* perusahaan, yang diukur dengan menggunakan persamaan (2.1)
- c Rasio laba ditahan terhadap total *asset* merupakan proporsi modal perusahaan yang didapatkan secara internal dari keseluruhan modal (*equity* + utang) perusahaan, yang diukur dengan menggunakan persamaan (2.2)
- d Rasio total *equity* terhadap total *asset* merupakan proporsi modal perusahaan yang berupa *equity* dari keseluruhan modal (*equity* + utang) perusahaan, yang diukur dengan menggunakan persamaan (2.3)
- e *Return On Assets* mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan *asset* perusahaan, yang diukur dengan rumus :

$$ROA = \frac{\text{Earning Before Interest Taxes (EBIT)}}{\text{Total assets}}$$

- f Tingkat pertumbuhan adalah tingkat pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan.

$$\text{GROWTH} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Keterangan :

S_t = penjualan tahun t

S_{t-1} = penjualan tahun t-1

g Ukuran perusahaan adalah besar kecil perusahaan yang diukur dengan Ln total *asset* perusahaan.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan (1999-2003) perusahaan manufaktur yang telah *go public* yang dapat diperoleh dari Bursa Efek Surabaya dan *Indonesian Capital Market Directory*.

3.4 Prosedur Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur, sedangkan sampelnya dipilih dengan cara *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut :

1. telah *go public* pada tahun 1999 di Indonesia
2. masih tercatat selama periode 1999-2003 di BEJ
3. membagi atau tidak membagi dividen kas selama periode penelitian
4. total *equity* perusahaan selama periode penelitian tidak negatif.

3.5 Prosedur Pengumpulan Data

Pengumpulan data dilakukan melalui survey dengan teknik dokumentasi di Bursa Efek Jakarta.

H_1 : $\beta_i \neq 0$ berarti secara parsial, RE/TE, RE/TA, TE/TA, ROA, GROWTH, SIZE berpengaruh secara signifikan terhadap KDIV.

- Melakukan uji Wald
- Menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5%
- Membandingkan hasil uji Wald yang dapat dilihat pada output SPSS dengan $Z_{\alpha/2}$. Kriteria penolakan (H_0 ditolak) jika nilai sign $< 0,05$

b Uji simultan

Pengujian secara simultan digunakan untuk menguji parameter hasil estimasi secara bersama dan kesesuaian model regresi logistik

- Merumuskan hipotesis :

H_0 : $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$ berarti secara simultan, RE/TE, RE/TA, TE/TA, ROA, GROWTH, SIZE tidak berpengaruh secara signifikan terhadap KDIV.

H_1 : paling tidak ada satu β_i yang tidak sama dengan nol berarti secara simultan, RE/TE, RE/TA, TE/TA, ROA, GROWTH, SIZE berpengaruh secara signifikan terhadap KDIV.

- Melakukan uji $-2 \log \text{likelihood}$
- Menentukan tingkat signifikansi (α) yaitu sebesar 5% dan $df =$ banyaknya parameter dalam model

- Membandingkan hasil uji $-2 \log likelihood$ yang hasilnya dapat dilihat pada output SPSS dengan nilai $X^2_{\alpha,y}$. Kriteria penolakan H_0 adalah jika nilai $-2 \log likelihood > X^2_{\alpha,y}$.

5. Interpretasi koefisien pada regresi logistik

Interpretasi suatu model yang telah *fit* (model terbaik) sebenarnya merupakan pengambilan kesimpulan berdasarkan koefisien regresi yang diestimasi. Interpretasi koefisien regresi pada regresi logistik menggunakan bentuk *odds ratio*, yaitu :

OR= $e^{c\beta_i}$ artinya setiap perubahan c unit satuan RE/TE, RE/TA, TE/TA, ROA, GROWTH, SIZE akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya KDIV=1 sebesar e^{β_i} kali lebih besar.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur

Krisis moneter masih dirasakan cukup berpengaruh terhadap kinerja perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kinerja sektor industri belum sepenuhnya pulih, meskipun pemerintah telah berusaha mengembalikan kinerja sektor perindustrian yang terpuruk akibat krisis moneter tersebut dengan melakukan program-program restrukturisasi industri. Ada beberapa indikator untuk mengukur kinerja perusahaan manufaktur secara keseluruhan untuk melihat perkembangan kinerja sektor manufaktur setelah terjadinya krisis moneter. Beberapa indikator kinerja perusahaan manufaktur dapat dilihat pada tabel 4.1.

TABEL 4.1
BEBERAPA INDIKATOR RATA-RATA KINERJA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TELAH GO PUBLIC PERIODE 2002-2003

No	Keterangan	2000	2001	2002	2003
1	ROA	-0.037	0.027	0.068	0.052
2	Debt to total assets	0.935	0.802	0.731	0.715
3	Total assets turnover	0.886	0.972	1.004	0.985
4	Inventory turnover	5.096	5.485	5.572	6.543
5	Current ratio	3.642	2.418	4.151	5.259
6	Jumlah perusahaan yang membagi dividen	47	49	47	41

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

Indikator yang digunakan untuk mengetahui kinerja perusahaan manufaktur secara keseluruhan adalah dengan mengukur rata-rata ROA keseluruhan perusahaan manufaktur. *Return On Assets* perusahaan manufaktur menunjukkan nilai yang berfluktuasi, berarti kemampuan perusahaan manufaktur untuk menghasilkan laba

masih berfluktuasi. Hal ini disebabkan kondisi perekonomian nasional yang belum stabil. *Return on assets* terkecil terjadi pada tahun 2000 yaitu sebesar -0.037 karena dampak krisis moneter yang dirasakan masih sangat besar pada tahun tersebut.

Debt to total assets digunakan sebagai ukuran tingkat utang perusahaan manufaktur secara keseluruhan. Berdasarkan tabel 4.1, rata-rata utang keseluruhan perusahaan manufaktur cukup tinggi dan *debt to total assets* tertinggi terjadi pada tahun 2000 yaitu sebesar 0,935. Tingginya angka *debt to total assets* tersebut karena naiknya biaya operasional perusahaan akibat harga-harga barang yang mengalami kenaikan yang pada gilirannya juga akan menaikkan kebutuhan dana bagi perusahaan.

Tingkat keefektifan dan keefisienan aktivitas operasional perusahaan diukur dengan *inventory turnover* dan *total assets turnover*. Berdasarkan tabel 4.1, tingkat keefektifan dan keefisienan perusahaan manufaktur secara umum dapat dinilai cukup bagus. Hal ini dapat dibuktikan pada nilai *inventory turnover* dan *total assets turnover* yang memperlihatkan nilai yang cukup tinggi dan terus mengalami peningkatan.

Likuiditas merupakan indikator yang juga penting untuk mengukur kinerja sektor manufaktur. *Current ratio* digunakan untuk mengukur tingkat likuiditas sektor manufaktur. Selama tahun 2001-2003, *current ratio* menunjukkan kecenderungan yang semakin meningkat, berarti secara umum, rata-rata kemampuan perusahaan manufaktur untuk memenuhi kewajibannya dengan menggunakan aktiva perusahaan mengalami peningkatan.

Selama periode 2001-2003, jumlah perusahaan manufaktur yang membagikan dividen terus mengalami penurunan. Pada tahun 2001, ada 49 perusahaan manufaktur yang membagikan dividen. Jumlah perusahaan yang membagikan dividen menurun pada tahun 2002 dan 2003 yaitu menjadi 47 perusahaan pada tahun 2002 dan 41 perusahaan pada tahun 2003. Ketidakstabilan perekonomian nasional dan harga-harga yang secara umum naik menyebabkan beberapa perusahaan memutuskan untuk tidak membagikan dividen dan memilih untuk menahan laba yang diperoleh guna memenuhi biaya-biaya operasional yang meningkat seiring peningkatan harga-harga barang.

4.2 Deskripsi Hasil Penelitian

Perusahaan yang dijadikan objek penelitian dalam skripsi ini adalah perusahaan manufaktur. Berdasarkan kriteria pemilihan sampel yang telah dijelaskan pada bab III, maka jumlah perusahaan yang dijadikan sampel ada 93 perusahaan.

4.2.1 Kebijakan dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan manajemen perusahaan untuk membagikan atau tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Perusahaan yang membagikan dividen diberi kode 1, sedangkan perusahaan yang tidak membagikan dividen diberi kode 0. Hasil penelitian perusahaan yang membagi dividen dan tidak membagi dividen tampak pada tabel 4.2.

TABEL 4.2
KEBIJAKAN DIVIDEN MASING-MASING PERUSAHAAN SAMPEL

emiten	Tahun				emiten	Tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	1	0	1		0UGAR	0	0	0	0
AQUA	1	1	1		1NTP	0	0	0	0
CEKA	0	0	0		1SMGR	1	1	0	0
DLTA	1	1	1		1ALMI	0	0	0	0
FAST	1	1	1		1CTBN	0	1	0	0
INDF	1	1	1		1NAI	0	0	0	0
MYOR	0	0	0		1PRS	0	0	0	0
MLBI	1	1	1		1LMSH	0	0	1	1
SHDA	0	0	1		0LION	1	1	1	1
SUBA	0	0	0		0TBMS	1	1	1	1
STTP	0	0	0		0TIRA	0	0	0	0
ULTJ	0	0	1		0KICI	0	0	0	1
BATI	1	1	1		0KDSI	0	0	0	0
GGRM	1	1	1		1TOTO	0	0	1	1
HMSP	1	1	1		1KOMI	1	1	0	0
CNTX	0	0	0		0JECC	0	0	0	0
ERTX	1	1	1		0KBI	1	1	0	0
PAFI	0	0	0		0SCCO	1	1	1	1
HDTX	0	0	0		0ASGR	0	0	1	1
RDTX	1	0	0		0MTDI	1	1	0	0
SSTM	0	1	0		0TRPK	1	0	1	1
IFCO	0	0	0		0MLPL	0	0	0	0
ESTI	0	1	1		0ASII	0	0	0	1
INDR	0	0	0		0AUTO	0	1	1	1
KARW	0	0	0		0BRAM	0	0	0	0
PBRX	1	1	1		1G DYR	1	1	1	1
RJCY	0	0	0		0HEXA	1	1	1	0
DSUC	0	0	0		0INDS	0	0	1	0
TIRT	1	1	1		0INTA	1	1	0	0
FASW	0	0	0		0LPIN	0	0	0	0
INKP	0	0	0		0NIPS	0	0	0	0
TKIM	0	0	0		0PRAS	0	0	0	1
SPMA	0	0	0		0SMSM	1	1	1	1
BUDI	0	0	0		0TURI	1	1	1	1
UTLS	1	1	1		1UNTR	0	0	0	0
UNIC	0	1	1		1MDRN	0	0	0	0
DPNS	1	1	1		0KONI	0	0	0	0
EKAD	1	1	1		1DNKS	1	1	1	1
INCI	1	1	1		1DVLA	0	0	0	0
KKGI	0	0	0		0KLBK	0	0	0	0
AMFG	0	1	1		1MERK	0	1	1	1
BRNA	1	0	0		0SCPI	0	0	0	0
DYNA	0	1	1		0TSPC	1	1	1	1
IGAR	1	1	0		0TCID	1	0	1	1
LMPJ	0	0	0		0MRAT	1	1	1	0
SIMA	0	1	0		0UNVR	1	1	1	1
TRST	0	0	0	1					
Jumlah emiten yang membagi dividen						37	41	41	35
prosentase perubahan							10.8%	0.0%	-14.6%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

Pada tahun 2000, ada 37 perusahaan sampel yang membagikan dividen ke pada pemegang sahamnya atau 40% dari keseluruhan perusahaan sampel. Jumlah perusahaan sampel yang membagikan dividen ke pada pemegang sahamnya

meningkat sebesar 10,8% pada tahun 2001 yaitu dari 37 di tahun 2000 menjadi 41 perusahaan di tahun 2001. Pada tahun 2002, jumlah perusahaan sampel yang membagikan dividen sama dengan tahun sebelumnya yaitu 41 perusahaan dari 93 perusahaan sampel atau 44 % dari keseluruhan perusahaan sampel. Penurunan jumlah perusahaan yang membagikan dividen sebesar 14,6% terjadi pada tahun 2003 yaitu dari 41 perusahaan di tahun 2002 menjadi 35 perusahaan di tahun 2003. Sebanyak 19 perusahaan sampel yang selalu membagikan dividen ke pada para pemegang sahamnya selama periode tahun 2000-2003 dan sebanyak 35 perusahaan yang selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003) tidak membagikan dividen.

4.2.2 Rasio laba ditahan terhadap total *equity*

Rasio laba ditahan terhadap total *equity* menunjukkan proporsi *equity* yang didapatkan perusahaan secara internal dari total *equity* perusahaan, yang diukur dengan rasio laba ditahan terhadap total *equity*. Hasil perhitungan rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.3.

Selama periode tahun 2000-2003, ada 16 perusahaan yang selalu memiliki rasio laba ditahan terhadap total *equity* di bawah rata-rata dari tahun ke tahun. Rasio laba ditahan terhadap total *equity* terkecil selama periode tahun 2000-2003 dimiliki oleh PT Langgeng Makmur Industry Tbk dengan nilai rasio sebesar -16,492 pada tahun 2003. Rasio laba ditahan terhadap total *equity* terbesar selama periode tahun 2000-2003 juga terjadi pada tahun 2003 dan dimiliki oleh PT Unilever Indonesia Tbk dengan nilai rasio sebesar 0,956. PT Unilever Tbk juga mencatatkan dirinya sebagai

pemegang rasio laba ditahan terhadap total *equity* terbesar selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003).

TABEL 4.3
HASIL PERHITUNGAN RASIO LABA DITAHAN TERHADAP TOTAL EQUITY MASING-MASING PERUSAHAAN SAMPEL

emiten	Tahun				emiten	Tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	0.037	-0.016	0.071	0.105	UGAR	-0.515	-3.242	-0.176	-0.241
AQUA	0.823	0.867	0.901	0.919	INTP	-0.453	-0.221	0.114	0.256
CEKA	-0.142	-0.167	-0.117	-0.109	SMGR	0.383	0.418	0.421	0.476
DLTA	0.838	0.864	0.881	0.893	AIMI	0.327	0.389	0.364	0.289
FAST	0.460	0.566	0.668	0.724	CTBN	0.138	0.159	0.153	0.146
INDF	0.386	0.472	0.433	0.481	INAI	0.144	0.156	0.159	-0.408
MYOR	0.250	0.287	0.398	0.450	JPRS	-0.802	-0.456	-0.114	0.047
MLBI	0.894	0.922	0.919	0.915	LMSH	-0.108	0.0004	0.132	0.232
SHDA	0.568	0.709	0.680	0.726	LION	0.356	0.370	0.429	0.478
STIBA	-0.052	-0.026	-0.072	-0.473	TBMS	0.136	0.308	0.430	0.460
STTP	0.394	0.451	0.512	0.563	TIRA	-0.204	-0.080	-0.019	0.022
ULTJ	0.194	0.242	0.270	-0.315	KICI	0.415	0.458	0.429	0.351
BATI	0.253	0.294	0.288	0.312	KDSI	0.038	-0.193	-0.224	-0.448
GGRM	0.834	0.876	0.895	0.907	TOTO	-1.723	-0.295	0.535	0.613
HMSP	0.831	0.881	0.905	0.915	KOMI	0.557	0.570	0.589	0.612
CNTX	0.839	0.851	0.832	0.826	JECC	-0.339	-0.308	-0.222	-0.213
ERTX	0.230	0.275	0.306	-1.116	KBI	0.016	0.059	0.036	0.006
PAFI	-0.548	-0.428	-0.039	-0.566	SCCO	-0.056	-0.072	0.160	0.176
HDTX	-0.961	-0.700	-0.028	-0.150	ASGR	0.300	0.403	0.510	0.478
RDTX	0.444	0.449	0.432	0.445	MTDL	0.380	0.496	0.346	0.350
SSIM	0.045	0.086	0.151	0.297	TRPK	0.725	0.295	0.389	0.444
ITFCO	0.101	0.114	0.064	-0.028	MLPL	0.023	0.057	0.075	0.097
ESTI	0.326	0.377	0.373	0.322	ASII	-0.181	0.206	0.663	0.697
INDR	0.376	0.277	0.289	0.301	AUTO	0.332	0.545	0.640	0.667
KARW	0.796	-2.995	-3.108	-5.140	BRAM	0.425	0.521	0.596	0.641
PBRX	0.079	0.312	0.427	0.427	GDYR	0.803	0.842	0.847	0.852
RICY	-1.621	-9.350	-14.443	-10.257	HEXA	0.117	0.345	0.433	0.513
DSUC	-0.003	-0.446	-0.077	-0.401	INDS	-0.279	-0.040	0.430	0.458
TIRT	0.158	0.204	0.286	0.245	INTA	0.559	0.612	0.655	0.662
FASW	-0.899	-0.485	-0.225	-0.165	LPIN	-1.637	-4.334	0.095	0.088
INKP	0.076	-0.0005	-0.139	-0.338	NIPS	-3.896	-7.717	-1.975	0.567
TKIM	-0.037	-0.143	-0.263	-0.355	PRAS	-0.734	-0.672	0.090	0.144
SPMA	-0.510	-0.853	-1.359	-1.240	SMSM	-0.21	0.608	0.627	0.637
BUDI	-0.066	-0.201	-0.149	-0.117	TURI	0.504	0.612	0.666	0.701
L.TLS	0.435	0.498	0.507	0.510	UNTR	0.241	0.461	0.600	0.697
UNIC	-0.498	-0.359	-0.196	-0.054	MDRN	0.272	0.278	0.352	0.383
DPNS	0.301	0.329	0.326	0.308	KONI	-0.430	-0.424	-0.760	-0.827
EKAD	0.417	0.450	0.464	0.486	DNKS	0.429	0.545	0.670	0.768
INCI	0.585	0.509	0.362	0.389	DVLA	-1.105	-1.190	-0.577	-0.310
KKGI	0.627	0.640	0.635	0.632	KLBF	-1.170	-0.853	0.165	0.507
AMFG	0.076	0.292	0.432	0.555	MERK	0.574	0.676	0.724	0.741
BRNA	0.638	0.688	0.754	0.746	SCPI	0.734	0.127	-0.159	0.338
DYNA	0.294	0.387	0.496	0.552	TSPC	0.570	0.643	0.682	0.709
IGAR	0.492	0.498	0.568	0.618	TCID	0.492	0.536	0.595	0.642
LMPI	-2.815	-1.443	-3.199	-16.492	MRAT	0.516	0.558	0.541	0.529
SIMA	0.381	0.242	0.249	-0.340	UNVR	0.936	0.947	0.955	0.956
TRST	-1.376	0.395	0.637	0.622					
		MINIMUM				-3.896	-9.350	-14.443	-16.492
		MAKSIMUM				0.936	0.947	0.955	0.956
		RATA-RATA				0.027	-0.099	0.054	-0.052
		DEVIASI STANDAR				0.774	1.504	1.664	2.162

Sumber : data yang telah diolah

Hasil perhitungan rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* pada tabel 4.3 menunjukkan bahwa selama 4 tahun (2000-2003) rasio laba ditahan terhadap total *equity* cenderung berfluktuasi. Pada tahun 2001, rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* mengalami penurunan yang cukup tinggi, yaitu sebesar 0,126. Penurunan rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* tersebut berarti pada tahun 2001, *equity* yang didapatkan perusahaan sampel secara internal per satu rupiah total *equity* perusahaan mengalami penurunan dibanding tahun 2000. Penurunan rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* disebabkan adanya peningkatan jumlah perusahaan sampel yang memiliki rasio laba ditahan terhadap total *equity* negatif dibandingkan tahun 2000. Perusahaan yang memiliki rasio laba ditahan terhadap total *equity* negatif berarti bahwa perusahaan tersebut mengalami kerugian yang melebihi laba ditahan tahun sebelumnya. Pada tahun 2002, rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan sampel mengalami kenaikan yaitu sebesar 0,153 dari tahun 2001. Peningkatan rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* tersebut berarti, terjadi peningkatan jumlah *equity* yang didapatkan perusahaan secara internal per satu rupiah total *equity* perusahaan. Rata-rata rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan sampel mengalami penurunan kembali pada tahun 2003 yaitu sebesar 0,106.

4.2.3 Rasio laba ditahan terhadap total aset

Rasio laba ditahan terhadap total *asset* menunjukkan proporsi modal (*equity* + utang) yang didapatkan perusahaan secara internal dari keseluruhan modal perusahaan, yang diukur dengan rasio laba ditahan terhadap total *asset*. Hasil perhitungan rasio laba ditahan terhadap total aset masing-masing perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.4.

Selama periode 2000 – 2003, rata-rata rasio laba ditahan terhadap total aset menunjukkan *trend* yang meningkat, berarti rata-rata modal yang didapatkan perusahaan secara internal dari keseluruhan modal perusahaan sampel menunjukkan kecenderungan yang semakin meningkat. Hal ini dapat dilihat pada rata-rata rasio laba ditahan terhadap total aset yang terus meningkat. Peningkatan terbesar terjadi pada tahun 2002 yaitu sebesar 0,039 , sedangkan peningkatan terkecil terjadi pada tahun 2003 yaitu sebesar 0,011. Ada 37 perusahaan yang selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003) memiliki rasio laba ditahan terhadap total aset di bawah rata-rata. Beberapa perusahaan sampel memiliki rasio laba ditahan terhadap total aset negatif, berarti perusahaan tersebut mengalami kerugian yang melebihi laba ditahan tahun sebelumnya atau biasa disebut akumulasi kerugian. Selama periode 2000-2003, rasio laba ditahan terhadap total aset terkecil yaitu sebesar -0,868 dimiliki oleh PT Multi Prima Sejahtera pada tahun 2001, sedangkan rasio laba ditahan terhadap total aset terbesar dengan nilai sebesar 0,925 dimiliki oleh PT Roda Viatex Tbk pada tahun 2001.

TABEL 4.4
HASIL PERHITUNGAN RASIO LABA DITAHAN TERHADAP TOTAL
ASET MASING-MASING PERUSAHAAN SAMPEL

emiten	tahun				emiten	Tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	0.044	-0.006	0.030	0.049	UGAR	-0.089	-0.199	-0.067	-0.088
AQUA	0.299	0.278	0.370	0.476	INTP	-0.044	-0.051	0.038	0.114
CEKA	-0.110	-0.119	-0.088	-0.084	SMGR	0.152	0.151	0.195	0.252
DLTA	0.470	0.640	0.707	0.733	ALMI	0.108	0.134	0.129	0.090
FAST	0.204	0.280	0.374	0.428	CTBN	0.122	0.139	0.123	0.111
INDF	0.094	0.130	0.104	0.129	INAI	0.054	0.057	0.052	-0.076
MYOR	0.113	0.136	0.222	0.285	JPRS	-0.501	-0.251	-0.061	0.032
MLBI	0.443	0.520	0.547	0.508	LMSH	-0.025	0.000	0.043	0.086
SHDA	0.479	0.626	0.609	0.632	LION	0.285	0.317	0.374	0.412
SUBA	-0.030	-0.019	-0.041	-0.154	TBMS	0.019	0.044	0.082	0.095
STTP	0.251	0.267	0.293	0.335	TIRA	-0.108	-0.071	-0.006	0.005
ULTJ	0.131	0.127	0.139	0.158	KICI	0.243	0.282	0.268	0.220
BATI	0.119	0.162	0.167	0.201	KDSI	0.013	-0.060	-0.068	-0.126
GGRM	0.470	0.534	0.563	0.574	TOTO	-0.076	-0.022	0.104	0.143
HMSP	0.373	0.387	0.480	0.517	KOMI	0.512	0.511	0.526	0.539
CNTX	0.605	0.573	0.460	0.457	JECC	-0.095	-0.062	-0.047	-0.050
ERTX	0.029	0.042	0.053	-0.092	KBI	0.012	0.049	0.028	0.005
PAFI	-0.049	-0.043	-0.006	-0.066	SCCO	-0.027	-0.030	0.094	0.127
IIDTX	-0.059	-0.175	-0.004	-0.020	ASGR	0.073	0.237	0.225	0.226
RDTX	0.362	0.925	0.362	0.372	MTDI	0.211	0.251	0.166	0.169
SSTM	0.014	0.027	0.052	0.110	TRPK	0.475	0.200	0.245	0.193
IFCO	0.040	0.045	0.024	-0.010	MI.PI	0.015	0.036	0.044	0.060
ESTI	0.147	0.199	0.218	0.202	ASII	-0.011	0.020	0.165	0.298
INDR	0.168	0.113	0.120	0.130	AUTO	0.106	0.256	0.366	0.407
KARW	0.183	-0.448	-0.460	-0.606	BRAM	0.088	0.137	0.205	0.264
PBRX	0.031	0.120	0.222	0.280	GDYR	0.496	0.558	0.591	0.608
RICY	-0.273	-0.462	-0.538	-0.518	HEXA	0.033	0.093	0.121	0.182
DSUC	-0.001	-0.094	-0.022	-0.082	INDS	-0.035	-0.005	0.104	0.120
TIRT	0.222	0.072	0.086	0.070	INTA	0.108	0.097	0.125	0.133
FASW	-0.186	-0.144	-0.084	-0.067	LPIN	-0.576	-0.868	0.059	0.055
INKP	0.032	0.000	-0.048	-0.102	NIPS	-0.293	-0.290	-0.227	0.276
TKIM	-0.009	-0.033	-0.056	-0.070	PRAS	-0.050	-0.035	0.015	0.045
SPMA	-0.172	-0.220	-0.274	-0.266	SMSM	-0.116	0.355	0.374	0.360
BUDI	-0.010	-0.027	-0.022	-0.018	TURI	0.178	0.200	0.252	0.222
ITLS	0.215	0.255	0.223	0.166	UNTR	0.025	0.058	0.111	0.171
UNIC	-0.164	-0.131	-0.083	-0.020	MDRN	0.054	0.058	0.077	0.086
DPNS	0.232	0.276	0.285	0.241	KONI	-0.208	-0.204	-0.315	-0.343
EKAD	0.313	0.351	0.394	0.398	DNKS	0.143	0.193	0.281	0.366
INCI	0.474	0.439	0.306	0.334	DVLA	-0.505	-0.648	-0.406	-0.227
KKGI	0.332	0.324	0.330	0.388	KLBF	-0.125	-0.100	0.040	0.172
AMFG	0.019	0.087	0.228	0.397	MERK	0.429	0.530	0.627	0.590
BRNA	0.377	0.367	0.415	0.387	SCPI	0.198	0.009	-0.008	0.033
DYNA	0.159	0.202	0.300	0.261	ISPC	0.420	0.491	0.534	0.568
JGAR	0.223	0.209	0.292	0.360	TCID	0.356	0.397	0.508	0.600
LMP1	-0.189	-0.195	-0.335	-0.417	MRAT	0.422	0.471	0.446	0.450
SIMA	0.308	0.203	0.209	-0.240	UNVR	0.592	0.610	0.624	0.587
TRST	-0.086	0.103	0.279	0.352					
MINIMUM						-0.576	-0.868	-0.538	-0.606
MAKSIMUM						0.605	0.925	0.707	0.733
RATA-RATA						0.104	0.118	0.157	0.168
DEVIASI STANDAR						0.236	0.280	0.247	0.261

Sumber : data yang telah diolah

4.2.4 Rasio total *equity* terhadap total aset

Rasio total *equity* terhadap total *asset* merupakan proporsi modal perusahaan yang berupa *equity* dari keseluruhan modal (*equity* + utang) perusahaan, yang diukur dengan rasio total *equity* dibagi total aset. Hasil perhitungan rasio total *equity* terhadap total aset perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.5.

Hasil perhitungan rata-rata rasio total *equity* terhadap total aset menunjukkan *trend* yang semakin meningkat pada periode 2000-2003. *Trend* peningkatan rasio total *equity* terhadap total aset tersebut menunjukkan bahwa rata-rata modal perusahaan sampel yang berasal dari *equity* per satu rupiah total aset perusahaan selalu mengalami peningkatan selama 4 tahun (2000-2003). Peningkatan rata-rata rasio total *equity* terhadap total aset tersebut juga berarti tingkat modal perusahaan sampel yang berasal dari utang dari keseluruhan modal mengalami penurunan. Peningkatan terbesar rata-rata rasio total *equity* terhadap total aset perusahaan sampel terjadi pada tahun 2002 yaitu sebesar 0,016, sedangkan peningkatan terkecil rata-rata rasio total *equity* terhadap total aset terjadi pada tahun 2001 yaitu sebesar 0,008. Selama periode 2000-2003, ada 37 perusahaan yang selama 4 tahun berturut memiliki rasio total *equity* terhadap total aset di bawah rata-rata. Rasio total *equity* terhadap total aset terendah selama 4 tahun (2000-2003) dimiliki oleh PT Langgeng Makmur Industry Tbk pada tahun 2003. Rasio total *equity* terhadap total aset terbesar selama 4 tahun dimiliki oleh PT Roda Viatex Tbk yaitu sebesar 2,057.

TABEL 4.5
HASIL PERHITUNGAN RASIO TOTAL EQUITY TERHADAP TOTAL
ASET MASIING-MASIING PERUSAHAAN SAMPEL

emiten	Tahun				Emiten	Tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	1.182	0.383	0.420	0.470	UGAR	0.174	0.061	0.381	0.365
AQUA	0.363	0.321	0.411	0.517	INTP	0.096	0.232	0.333	0.447
CEKA	0.774	0.714	0.756	0.772	SMGR	0.397	0.361	0.463	0.528
DLTA	0.561	0.741	0.802	0.821	ALMI	0.329	0.344	0.355	0.312
FAST	0.444	0.495	0.560	0.591	CTBN	0.889	0.877	0.802	0.765
INDF	0.244	0.274	0.240	0.267	INAI	0.373	0.368	0.328	0.186
MYOR	0.455	0.474	0.558	0.634	IPRS	0.624	0.551	0.531	0.689
MLBI	0.496	0.564	0.596	0.555	IMSH	0.231	0.249	0.323	0.372
SHDA	0.843	0.884	0.895	0.872	LION	0.800	0.857	0.873	0.863
SUBA	0.571	0.709	0.567	0.325	TBMS	0.143	0.144	0.191	0.207
STTP	0.637	0.592	0.572	0.594	TIRA	0.527	0.892	0.319	0.233
ULTJ	0.674	0.522	0.516	0.500	KICI	0.585	0.615	0.624	0.628
BATI	0.470	0.552	0.581	0.645	KDSI	0.343	0.310	0.302	0.282
GGRM	0.564	0.610	0.628	0.633	TOTO	0.044	0.073	0.195	0.233
HMSP	0.448	0.439	0.530	0.566	KOMI	0.919	0.897	0.893	0.880
CNTX	0.722	0.673	0.553	0.553	JECC	0.280	0.202	0.214	0.236
ERTX	0.128	0.152	0.175	0.083	KBI	0.797	0.832	0.789	0.837
PAFI	0.089	0.100	0.162	0.117	SCCO	0.479	0.414	0.584	0.721
HDTX	0.061	0.250	0.138	0.133	ASGR	0.244	0.589	0.441	0.472
RDTX	0.816	2.057	0.838	0.836	MTDI	0.555	0.507	0.479	0.483
SSTM	0.317	0.319	0.346	0.371	TRPK	0.656	0.676	0.632	0.434
TECO	0.396	0.400	0.375	0.347	MLPL	0.657	0.636	0.590	0.617
ESTI	0.451	0.528	0.585	0.627	ASII	0.063	0.097	0.248	0.427
INDR	0.447	0.407	0.417	0.430	AUTO	0.319	0.469	0.572	0.610
KARW	0.230	0.150	0.148	0.118	BRAM	0.207	0.263	0.344	0.412
PBRX	0.395	0.385	0.521	0.654	GIYR	0.618	0.663	0.697	0.714
RICY	0.168	0.049	0.037	0.051	HEXA	0.284	0.270	0.278	0.354
DSUC	0.279	0.211	0.281	0.205	INDS	0.126	0.135	0.242	0.263
TIRT	1.404	0.354	0.301	0.285	INTA	0.193	0.159	0.191	0.200
FASW	0.207	0.297	0.373	0.406	LPIN	0.352	0.200	0.629	0.630
INPK	0.414	0.392	0.348	0.301	NIPS	0.075	0.038	0.115	0.486
TKIM	0.253	0.228	0.212	0.198	PRAS	0.068	0.052	0.166	0.309
SPMA	0.337	0.258	0.202	0.215	SMSM	0.550	0.584	0.596	0.565
BUDI	0.152	0.133	0.149	0.155	TURI	0.354	0.326	0.379	0.316
LTL5	0.495	0.511	0.440	0.325	UNTR	0.104	0.126	0.185	0.246
UNIC	0.329	0.364	0.424	0.373	MDRN	0.200	0.207	0.218	0.224
DPNS	0.772	0.839	0.875	0.782	KONI	0.484	0.481	0.414	0.415
EKAD	0.751	0.779	0.850	0.819	DNKS	0.333	0.354	0.420	0.477
INCI	0.810	0.863	0.845	0.857	DVLA	0.457	0.544	0.703	0.732
KKGI	0.530	0.507	0.519	0.614	KLBF	0.107	0.118	0.243	0.339
AMFG	0.245	0.298	0.527	0.716	MERK	0.747	0.784	0.866	0.796
BRNA	0.591	0.533	0.550	0.519	SCPI	0.270	0.068	0.052	0.097
DYNA	0.542	0.523	0.605	0.474	TSPC	0.737	0.764	0.784	0.802
JGAR	0.453	0.419	0.513	0.583	TCID	0.724	0.741	0.852	0.935
LMPI	0.067	0.135	0.105	0.025	MRAT	0.818	0.844	0.824	0.852
SIMA	0.809	0.839	0.840	0.705	UNVR	0.633	0.644	0.653	0.613
TRST	0.063	0.260	0.437	0.566					
MINIMUM						0.044	0.038	0.037	0.025
MAKSIMUM						1.404	2.057	0.895	0.935
RATA-RATA						0.445	0.453	0.469	0.482
DEVIASI STANDAR						0.269	0.298	0.231	0.232

Sumber : data yang telah diolah

4.2.5 *Return Of Assets*

Return Of Assets mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan *asset* perusahaan. ROA masing-masing perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.6

Selama periode 2000-2002, rata-rata *Return On Assets* menunjukkan kecenderungan yang semakin meningkat, berarti kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan aset perusahaan selalu mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. *Trend* peningkatan ROA tersebut dapat dilihat pada rata-rata ROA yang terus meningkat dari tahun ke tahun. Peningkatan rata-rata ROA terbesar terjadi pada tahun 2001 yaitu sebesar 0,025 . Pada tahun 2003, rata-rata ROA mengalami penurunan sebesar 0,034, berarti rata-rata kemampuan perusahaan sampel menghasilkan laba mengalami penurunan dari 0,091 pada tahun 2002 menjadi 0,057 pada tahun 2003. Ada 175 sampel yang memiliki ROA di atas rata-rata. Ada 23 perusahaan yang selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003) memiliki ROA di atas rata-rata, sedangkan perusahaan yang selalu memiliki ROA di bawah rata-rata selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003) berjumlah 24 perusahaan sampel. Selama periode 2000-2003, ROA terbesar dimiliki oleh PT Merck Tbk yaitu sebesar 0,542 pada tahun 2000, sedangkan ROA terkecil dimiliki oleh PT Multi Prima Sejahtera Tbk yaitu sebesar -0,620 juga pada tahun 2000.

TABEL 4.6
HASIL PERHITUNGAN ROA MASI-MASI PERUSAHAAN SAMPEL

emiten	Tahun				emiten	Tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	0.456	-0.060	0.053	-0.080	UGAR	-0.099	-0.108	-0.047	-0.029
AQUA	0.163	0.137	0.181	0.175	INTP	-0.108	-0.009	0.126	0.081
CEKA	-0.028	-0.014	0.045	0.016	SMGR	0.059	0.051	0.049	0.089
DLTA	0.131	0.189	0.170	0.139	ALMI	-0.009	0.033	-0.017	-0.025
FAST	0.178	0.167	0.211	0.180	CTBN	0.020	0.032	0.011	0.016
INDF	0.089	0.098	0.093	0.067	INAI	-0.024	0.019	0.003	-0.137
MYOR	-0.023	0.034	0.126	0.096	PPS	-0.368	0.164	0.180	0.152
MLBI	0.309	0.315	0.260	0.273	MSH	-0.019	0.043	0.067	0.077
SHDA	0.347	0.412	0.270	0.279	LION	0.169	0.164	0.161	0.154
SUBA	-0.006	0.009	-0.009	-0.109	IBMS	0.007	0.047	0.072	0.021
STTP	0.145	0.081	0.092	0.091	ITRA	-0.134	0.090	0.033	0.032
ULTJ	0.049	0.028	0.023	0.009	KICI	0.116	0.064	-0.006	-0.061
BATI	0.093	0.197	0.247	0.105	KDSI	-0.041	-0.055	-0.003	-0.092
GGRM	0.293	0.222	0.195	0.152	TOTO	-0.126	0.056	0.138	0.093
HMSP	0.179	0.234	0.261	0.216	KOMI	0.354	0.125	0.079	0.085
CNTX	0.188	0.108	-0.040	-0.008	JECC	-0.152	0.010	0.028	-0.030
ERTX	0.019	0.027	0.017	-0.195	KBI	0.010	0.035	0.001	-0.035
PAFI	-0.141	-0.051	0.042	-0.075	SCCO	-0.132	0.044	0.180	0.060
HDTX	-0.205	-0.181	0.040	-0.027	ASGR	0.085	0.071	0.147	0.037
RDTX	0.102	0.078	-0.054	0.027	MTDL	0.136	0.231	-0.059	0.047
SSTM	-0.073	0.020	0.049	0.012	TRPK	0.097	0.118	0.128	0.094
IFCO	-0.015	0.002	-0.022	-0.039	MLPL	0.084	0.055	0.020	0.019
ESTI	0.004	0.054	0.002	-0.072	ASII	-0.022	0.073	0.211	0.257
INDR	0.051	0.031	0.012	0.013	AUTO	0.133	0.214	0.180	0.151
KARW	-0.045	-0.149	-0.023	-0.072	BRAM	0.004	0.074	0.104	0.063
PBRX	0.182	0.160	0.161	0.075	G DYR	0.131	0.044	0.060	0.061
RICY	-0.143	-0.156	0.003	0.015	HEXA	0.111	0.111	0.090	0.108
DSUC	-0.044	-0.074	0.085	-0.069	INDS	-0.081	0.037	0.149	0.025
TRT	0.228	0.045	0.036	0.017	INTA	0.016	0.024	0.037	0.010
FASW	-0.050	0.097	0.096	0.031	LPIN	-0.620	-0.199	0.165	-0.006
INKP	-0.062	-0.044	-0.054	-0.059	NIPS	-0.144	-0.037	0.115	0.023
TKIM	-0.157	-0.034	-0.035	0.096	PRAS	0.007	0.001	0.004	0.037
SPMA	-0.240	-0.083	-0.076	0.022	SMSM	0.178	0.163	0.123	0.130
BUDI	-0.126	-0.030	0.019	-0.002	TURI	0.156	0.100	0.094	0.081
LTLS	0.059	0.095	0.036	0.020	UNTR	0.001	0.056	0.150	0.102
UNIC	0.054	0.098	0.092	0.044	MDRN	-0.078	0.009	0.039	0.026
DPNS	0.179	0.111	0.022	-0.018	KONI	-0.059	0.013	-0.065	-0.008
EKAD	0.140	0.131	0.160	0.089	DNKS	0.135	0.146	0.193	0.214
INCI	0.189	0.185	0.042	0.067	DVLA	-0.032	0.036	0.308	0.190
KKGI	0.068	0.037	-0.003	-0.005	KLBF	0.013	0.058	0.217	0.218
AMFG	-0.015	0.098	0.215	0.196	MERK	0.542	0.493	0.316	0.360
BRNA	0.243	0.265	0.189	0.069	SCPI	-0.098	-0.156	-0.008	0.092
DYNA	0.121	0.113	0.152	0.099	TSPC	0.302	0.234	0.230	0.224
IGAR	0.171	0.041	0.160	0.153	ICID	0.228	0.187	0.230	0.248
LMPI	-0.097	-0.080	-0.062	-0.069	MRAT	0.156	0.165	0.100	0.055
SIMA	0.189	0.088	0.042	-0.521	UNVR	0.506	0.469	0.448	0.533
TRST	-0.150	0.007	0.164	0.079					
MINIMUM						-0.620	-0.199	-0.076	-0.521
MAKSIMUM						0.542	0.493	0.448	0.533
RATA-RATA						0.047	0.072	0.091	0.057
DEVIASI STANDAR						0.174	0.122	0.102	0.126

Sumber : data yang telah diolah

Hasil perhitungan rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan sampel pada tabel 4.7 menunjukkan *trend* turun pada tahun 2001-2002, sedangkan peningkatan rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan sampel terjadi pada 2003. *Trend* penurunan rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan pada periode 2000-2002 dapat dilihat pada rata-rata selama tahun 2001 dan 2002 yang mengalami penurunan. Penurunan tingkat pertumbuhan perusahaan sampel tersebut berarti tingkat penjualan perusahaan sampel mengalami penurunan serta semakin kecilnya peluang investasi perusahaan. Penurunan rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan sampel terbesar terjadi pada tahun 2002 yaitu sebesar 0,173. Hanya ada 5 perusahaan sampel yang memiliki tingkat pertumbuhan di atas rata-rata selama 4 tahun (2000-2003). Selama periode 2000-2003, tingkat pertumbuhan terbesar dimiliki oleh PT Suba Indah Tbk, sedangkan tingkat pertumbuhan terkecil dimiliki oleh PT Multi Prima Sejahtera Tbk.

4.2.7 Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan adalah besar kecil perusahaan yang diukur dengan total *asset* perusahaan. Ukuran masing-masing perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 4.8.

Hasil perhitungan rata-rata ukuran perusahaan sampel pada tabel 4.8 menunjukkan bahwa selama 4 tahun (2000-2003), ukuran perusahaan sampel cenderung mengalami kenaikan. Peningkatan ukuran perusahaan tersebut berarti, total aset perusahaan sampel meningkat serta meningkatkan pula kemampuannya untuk mendapatkan dana secara eksternal. *Trend* kenaikan ukuran perusahaan

tersebut dapat dilihat pada rata-rata ukuran perusahaan yang terus meningkat.

Peningkatan terbesar terjadi pada tahun 2001, yaitu sebesar 0,054.

TABEL 4.8
UKURAN MASING-MASING PERUSAHAAN SAMPEL

Emiten	tahun				Emiten	tahun			
	2000	2001	2002	2003		2000	2001	2002	2003
ADES	26.116	26.058	26.056	25.981	UGAR	28.235	28.246	28.025	28.012
AQUA	26.535	26.965	27.009	26.983	INTP	30.086	30.110	30.068	29.948
CEKA	26.382	26.441	26.429	26.414	SMGR	29.646	29.802	29.559	29.526
DLTA	26.680	26.571	26.631	26.710	ALMI	27.625	27.679	27.607	27.625
FAST	25.953	26.072	26.222	26.360	CTBN	27.177	27.296	27.228	27.208
INDF	30.161	30.194	30.356	30.359	INAI	26.282	26.311	26.429	26.482
MYOR	27.903	27.912	27.918	27.881	IPRS	24.928	25.266	25.571	25.466
MLBI	26.795	26.973	26.887	26.903	LMSH	24.365	24.354	24.374	24.374
SHDA	27.020	27.369	27.564	27.745	LION	25.375	25.329	25.408	25.510
SUBA	27.118	27.331	27.512	27.751	TBMS	26.957	27.153	27.068	27.048
STTP	26.553	26.725	26.877	26.949	TIRA	25.349	24.932	26.019	26.374
UTJI	27.284	27.601	27.649	27.745	KICI	26.076	26.103	26.036	25.902
BATI	27.423	27.318	27.269	27.198	KDSI	26.770	26.741	26.741	26.642
GGRM	30.015	30.230	30.369	30.484	FOTO	26.748	26.988	27.036	27.042
JMSP	29.774	29.879	29.915	29.953	KOMI	27.098	27.152	27.203	27.275
CNTX	26.072	26.225	26.295	26.265	JECC	26.080	26.430	26.441	26.348
ERTX	26.967	26.852	26.760	26.393	IKBI	26.695	26.697	26.726	26.636
PAFI	27.579	27.544	27.383	27.299	SCCO	26.771	26.899	26.799	26.609
HDIX	28.492	27.230	28.329	28.253	ASGR	27.470	26.750	27.307	27.281
RDTX	26.482	25.567	26.433	26.459	MTDL	26.713	27.010	26.838	26.837
SSTM	27.392	27.429	27.422	27.541	TRPK	25.771	25.488	25.698	26.169
TPCO	28.514	28.600	28.460	28.384	MLPL	28.042	28.110	28.203	28.183
ESTI	27.412	27.331	27.223	27.076	ASII	30.922	30.911	30.896	30.942
JNDR	29.343	29.371	29.207	29.142	AUTO	28.201	28.201	28.236	28.303
KARW	27.310	26.938	26.921	26.746	BRAM	28.280	28.224	28.127	28.065
PBRX	25.475	25.789	25.671	25.444	GDYR	26.730	26.690	26.676	26.684
RICY	26.551	26.404	26.287	26.299	HEXA	26.720	27.068	27.183	27.094
DSUC	26.773	26.684	26.695	26.748	INDS	26.216	26.349	26.367	26.335
TIRT	25.106	26.541	26.812	26.994	INTA	26.974	27.294	27.231	27.203
FASW	28.784	28.668	28.632	28.597	LPIN	25.059	24.918	25.546	25.538
INKP	31.641	31.696	31.534	31.461	NIPS	25.307	25.424	25.378	25.866
TKIM	30.663	30.750	30.575	30.515	PRAS	26.679	26.993	26.437	26.634
SPMA	27.607	27.669	27.673	27.662	SMSM	26.996	27.064	27.093	27.173
BUDI	27.616	27.634	27.560	27.555	TURI	27.408	27.738	27.737	28.028
LILS	27.275	27.360	27.528	27.837	UNTR	29.327	29.497	29.413	29.432
UNIC	28.348	28.425	28.249	28.445	MDRN	27.618	27.589	27.649	27.669
DPNS	25.645	25.603	25.556	25.642	KONT	24.922	24.932	24.869	24.831
EKAD	24.791	24.813	24.789	24.831	DNKS	26.901	27.066	27.217	27.441
INCI	25.746	25.813	25.823	25.854	DVLA	26.643	26.429	26.501	26.646
KKGI	26.281	26.359	26.322	26.145	KLBF	28.195	28.261	28.332	28.526
AMFG	28.155	28.223	27.952	27.812	MERK	25.588	25.815	25.873	26.023
BRNA	25.826	26.078	26.281	26.309	SCPI	24.661	24.855	24.838	24.779
DYNA	26.722	26.899	26.990	27.366	TSPC	27.988	28.140	28.228	28.295
IGAR	26.155	26.247	26.194	26.188	TCID	26.533	26.603	26.598	26.627
LMP1	26.947	26.988	26.946	26.940	MRAT	26.352	26.410	26.398	26.339
SIMA	25.113	25.095	25.103	24.700	UNVR	28.444	28.618	28.760	28.860
TRST	28.114	28.059	28.051	28.153					
						24.365	24.394	24.274	24.254
						31.641	31.696	31.534	31.461
						27.113	27.167	27.206	27.228
						1.455	1.449	1.404	1.408

Sumber : data yang telah diolah

Selama periode tahun 2001-2003, hanya ada 50 perusahaan yang memiliki ukuran di atas rata-rata. Ukuran perusahaan terbesar selama periode 2000-2003

dimiliki oleh PT Indah Kiat Pulp and Paper Corporation Tbk., sedangkan PT Lion Mesh Prima Tbk sebagai perusahaan yang memiliki ukuran terkecil selama 4 tahun berturut-turut (2000-2003).

4.3 Analisis Model dan Pembuktian Hipotesis

Setelah dilakukan perhitungan terhadap variabel bebas yaitu rasio laba ditahan terhadap total *equity*, rasio laba ditahan terhadap total aset, rasio total *equity* terhadap total aset, *return on assets*, *growth*, dan ukuran perusahaan, maka selanjutnya dilakukan analisis pengaruh variabel bebas tersebut terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan menggunakan analisis regresi logistik yang hasilnya dapat dilihat pada tabel 4.9.

Bentuk dasar model regresi logistik hasil analisis adalah :

$$KDIV = -1,1 + 3,402 RE/TE + 0.005 RE/TA + 0.049 TE/TA + 1,053 ROA + 0.129 \\ GROWTH - 0.236 SIZE$$

Uji *Wald* digunakan untuk menguji hipotesis pengaruh rasio RE/TE, rasio RE/TA, rasio TE/TA, ROA, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen secara parsial. Berdasarkan hasil regresi logistik, nilai koefisien untuk rasio RE/TE bertanda positif, berarti rasio RE/TE berpengaruh positif terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen. Besarnya pengaruh rasio RE/TE terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen ditunjukkan oleh nilai $Exp(\beta)$, yaitu sebesar 30,024, yang dapat diartikan

bahwa setiap kenaikan rasio laba ditahan terhadap total *equity* sebesar 1 satuan akan menaikkan kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen sebesar 30,024 ($e^{3,402}$) kali. Hasil regresi logistik tersebut sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa jika rasio laba ditahan terhadap total *equity* meningkat yang diartikan bahwa perusahaan telah mencapai tahap yang lebih matang, maka kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat. Selain itu, hasil signifikansi menunjukkan nilai sebesar 0,019, berarti rasio laba ditahan terhadap total *equity* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

TABEL 4.9
RINGKASAN OUTPUT REGRESI LOGISTIK
PENGARUH RASIO LABA DITAHAN TERHADAP TOTAL *EQUITY*, RASIO LABA DITAHAN TERHADAP TOTAL ASET, RASIO TOTAL *EQUITY* TERHADAP TOTAL ASET, ROA, *GROWTH*, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN SAMPEL

Variabel bebas	koefisien	wald	Sign	Exp(B)
RE/TE	3.402	5.507	0.019	30.024
RE/TA	0.005	0.000	0.992	1.005
TE/TA	0.049	0.052	0.820	1.050
ROA	1.053	21.582	0.000	2.865
GROWTH	0.129	0.738	0.390	1.138
SIZE	-0.236	1.273	0.259	0.790
Constant	-1.1	13.281	0.000	0.333
-2LL	352.917			
Nagerkerke R Square	0.451			
Hosmer and Lemeshow Test	8.406		0.395	

Sumber : output SPSS

Nilai koefisien rasio RE/TA yang bertanda positif menunjukkan bahwa rasio RE/TA berpengaruh positif terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen. Hasil regresi logistik tersebut konsisten dengan *life cycle of firm theory* yang menyatakan jika rasio RE/TA meningkat sebagai *proxy* dari *life cycle of firm* pada

tahap yang lebih matang, maka perusahaan akan cenderung untuk membagikan dividen. Nilai $\text{Exp}(\beta)$ sebesar 1,005, berarti jika rasio laba ditahan terhadap total aset meningkat 1 satuan, maka kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat sebesar 1,005 ($e^{0,005}$) kali. Nilai signifikansi sebesar 0,992 menunjukkan bahwa rasio RE/TA tidak berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen.

Hal yang sama juga ditunjukkan oleh rasio TE/TA yang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen, karena nilai koefisien bertanda positif dan nilai signifikansi menunjukkan angka lebih besar dari 0,05. Besarnya pengaruh rasio total *equity* terhadap total aset terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen dapat dilihat pada nilai $\text{Exp}(\beta)$, jadi setiap kenaikan rasio total *equity* terhadap total aset sebesar 1 satuan akan meningkatkan kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen sebesar 1,050 kali. Hasil regresi logistik tersebut sesuai dengan teori dan penelitian DeAngelo dan Stulz yang menyatakan bahwa jika rasio total *equity* terhadap total aset tinggi, maka perusahaan akan cenderung untuk membagikan dividen.

Hasil regresi logistik menunjukkan nilai koefisien untuk ROA bertanda positif, berarti ROA berpengaruh secara positif terhadap kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen. Hasil regresi logistik tersebut sesuai dengan teori dan penelitian DeAngelo dan Stulz serta penelitian Fama dan French yang menyatakan bahwa, jika ROA sebagai ukuran profitabilitas perusahaan meningkat, maka

perusahaan akan cenderung untuk membagikan dividen. Nilai $\text{Exp}(\beta)$ sebesar 2,865, berarti setiap kenaikan ROA akan meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen sebesar 2,865 ($e^{1,053}$) kali. Nilai signifikansi menunjukkan angka dibawah 0,05, berarti ROA berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen, karena berdasarkan hasil regresi logistik, nilai koefisien bertanda positif dan nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Hasil regresi logistik tersebut tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa jika tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai ukuran peluang investasi perusahaan meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan menurun. Nilai $\text{Exp}(\beta)$ sebesar 1,138 menunjukkan bahwa jika tingkat pertumbuhan perusahaan meningkat 1 satuan, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat sebesar 1,138 kali.

Nilai koefisien untuk ukuran perusahaan bertanda negatif dan nilai signifikansi sebesar 0,259, berarti ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Besarnya pengaruh ukuran perusahaan terhadap kemungkinan perusahaan membagikan dividen dapat dilihat pada nilai $\text{Exp}(\beta)$, jadi jika ukuran perusahaan meningkat 1 satuan, maka kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan menurun sebesar nilai $\text{Exp}(\beta)$ yaitu 0,236 kali. Hasil regresi logistik tersebut tidak sesuai dengan teori dan

penelitian DeAngelo dan Stulz yang menyatakan bahwa jika ukuran perusahaan besar, maka perusahaan akan cenderung untuk membagikan dividen.

Hasil regresi logistik menunjukkan nilai $-2LL$ menunjukkan angka 352,917 ($-2LL > 12,59158$) maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan, rasio RE/TE, rasio RE/TA, rasio TE/TA, *return on assets*, *growth*, dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Uji kesesuaian model juga harus dilakukan pada model analisis regresi logistik. Uji *Chi Square Hosmer and Lemeshow* digunakan untuk menilai kelayakan model regresi. Berdasarkan output SPSS, nilai *Chi Square Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 8,406 dan sign lebih besar dari 0,05, yang berarti tidak ada perbedaan antara observasi dengan kemungkinan hasil prediksi (model sesuai). *Nagerkerke R Square* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*. Output SPSS menunjukkan nilai *Nagerkerke R Square* sebesar 0,454, yang berarti variabilitas kebijakan dividen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas rasio RE/TE, rasio RE/TA, rasio TE/TA, *return on assets*, *growth*, dan ukuran perusahaan sebesar 45,5%.

4.4 Pembahasan

Penelitian ini menggunakan rasio laba ditahan terhadap total *equity* serta rasio laba ditahan terhadap total aset sebagai *proxy* dari *life cycle* perusahaan. Ada 267 sampel yang memiliki rasio laba ditahan terhadap total *equity* di atas rata-rata atau bisa dikategorikan sebagai perusahaan yang telah matang, sedangkan sisanya yaitu 105 sampel dikategorikan sebagai perusahaan yang masih muda karena memiliki

rasio laba ditahan terhadap total *equity* di bawah rata-rata. Rasio laba ditahan terhadap total *equity* sebagai *proxy* dari *life cycle of firm* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut sesuai dengan penelitian DeAngelo dan Stulz yang menyatakan bahwa perusahaan yang telah matang yang ditunjukkan oleh rasio laba ditahan terhadap total *equity* yang tinggi akan cenderung untuk membagikan dividen. Dari 154 sampel yang membagikan dividen selama 4 tahun, ada 129 sampel yang memiliki rasio laba ditahan terhadap total *equity* di atas rata-rata atau dengan kata lain, 83,8% dari sampel yang membagikan dividen merupakan perusahaan yang telah matang. Kenyataan bahwa mayoritas perusahaan yang membagikan dividen termasuk perusahaan yang telah matang tersebut sesuai dengan *life cycle of firm theory*. Perusahaan yang masih muda mempunyai *internal equity* yang masih rendah sehingga rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan juga masih kecil. Rendahnya *internal equity* yang diperoleh perusahaan yang masih muda itu juga menyebabkan perusahaan cenderung untuk tidak membagikan dividen. Seiring dengan bertambahnya umur perusahaan, bertambah pula *internal equity* yang diperoleh perusahaan yang selanjutnya akan meningkatkan rasio laba ditahan terhadap total *equity* dan meningkatkan kecenderungan untuk membagikan dividen bagi perusahaan. Hal ini sebagai bukti bahwa rasio laba ditahan terhadap total *equity* secara signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Selain rasio laba ditahan terhadap total *equity*, rasio laba ditahan terhadap total aset juga sebagai ukuran *life cycle* perusahaan. Ada 185 sampel yang memiliki

rasio laba ditahan terhadap total aset di atas rata-rata atau dikategorikan sebagai perusahaan yang telah matang, sedangkan sisanya yaitu 187 merupakan perusahaan yang masih muda yang ditandai dengan rasio laba ditahan terhadap total aset perusahaan di bawah rata-rata. Rasio laba ditahan terhadap total aset sebagai *proxy* dari *life cycle* perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kemungkinan membagikan dividen bagi perusahaan, berarti perusahaan yang telah matang yang ditunjukkan dengan nilai rasio laba ditahan terhadap total aset tinggi akan cenderung untuk membagikan dividen. Ada 115 sampel yang memiliki rasio laba ditahan terhadap total aset di atas rata-rata membagikan dividen, atau 74,6% sampel yang membagikan dividen merupakan perusahaan yang telah matang. Perusahaan yang telah matang memiliki rasio laba ditahan terhadap total aset tinggi karena *internal equity* perusahaan yang terus meningkat seiring dengan makin matangnya perusahaan. Perusahaan yang berada pada tahap *mature* memiliki kecenderungan yang besar untuk membagikan dividen karena pada umumnya, perusahaan yang telah berada pada tahap *mature growth* memiliki *internal equity* yang besar dibandingkan perusahaan yang berada pada tahap ekspansi atau *high growth*. Selain itu, peluang investasi yang berkurang juga menjadi alasan bagi perusahaan yang berada pada tahap *mature growth* atau penurunan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Rasio total *equity* terhadap total aset berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, berarti jika rasio total *equity* terhadap total aset perusahaan meningkat, maka kemungkinan untuk membagikan dividen akan meningkat pula. Hal tersebut sesuai

dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar rasio total *equity* terhadap total aset yang berarti semakin kecil tingkat utang perusahaan, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin besar karena semakin kecilnya jumlah kas yang harus disediakan untuk pembayaran utang secara periodik. Meskipun rasio total *equity* terhadap total aset berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, rasio total *equity* terhadap total aset tidak secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena tidak semua sampel yang membagikan dividen memiliki rasio total *equity* terhadap total aset di atas rata-rata. Ada 99 sampel dari 154 sampel yang membagikan dividen memiliki rasio total *equity* terhadap total aset di atas rata-rata, serta dari 192 sampel yang memiliki rasio total *equity* terhadap total aset di bawah rata-rata, ada 137 sampel yang tidak membagikan dividen. Penelitian sebelumnya juga menyatakan bahwa rasio total *equity* terhadap total aset tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Ketidaksignifikanan pengaruh rasio total *equity* terhadap total aset tersebut membuktikan bahwa faktor kunci dalam memutuskan kebijakan dividen adalah rasio laba ditahan terhadap total *equity*, bukan pada bauran antara *equity* dan utang dalam struktur modal perusahaan.

Return on assets yang menunjukkan profitabilitas perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan dividen, artinya jika ROA perusahaan tinggi, maka perusahaan akan cenderung membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya. Sesuai dengan penelitian DeAngelo dan Stulz serta penelitian Fama dan French, umumnya penambahan kematangan suatu perusahaan akan diikuti dengan semakin bertambahnya profitabilitas suatu perusahaan yang pada gilirannya akan

meningkatkan kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen. Ada 120 sampel dari 154 sampel yang membagikan dividen memiliki ROA di atas rata-rata, berarti sebagian besar (78%) sampel yang membagikan dividen memiliki ROA di atas rata-rata, sedangkan hanya ada 55 sampel dari 218 sampel yang tidak membagikan dividen memiliki ROA di atas rata-rata.

Tingkat pertumbuhan perusahaan sebagai ukuran peluang investasi perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, berarti jika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi, maka perusahaan cenderung untuk membagikan dividen tetapi tingkat pertumbuhan tidak secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Ada 71 sampel yang memiliki tingkat pertumbuhan di atas rata-rata membagikan dividen. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan di atas rata-rata untuk membagikan dividen, di antaranya adalah sebagai berikut :

1. Tingkat pertumbuhan yang tinggi biasanya diikuti dengan tingkat pendapatan yang tinggi pula. Pendapatan yang tinggi merupakan salah satu penyebab manajer perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen.
2. Perusahaan cenderung untuk tidak membagikan dividen jika *investment opportunities* perusahaan tinggi. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini diukur dari tingkat pertumbuhan penjualan. Tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi tidak selalu mencerminkan peluang investasi yang tinggi pula sehingga ada beberapa perusahaan yang membagikan dividen saat tingkat penjualan tinggi.

3. Tingkat pertumbuhan yang tinggi memberikan rasa optimis bagi manajer perusahaan atas laba yang akan datang sehingga manajer perusahaan memilih untuk membagikan dividen.

Hal tersebut tidak sesuai dengan teori yang telah disebutkan sebelumnya yang menyatakan bahwa jika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi yang berarti peluang investasi perusahaan tinggi, maka perusahaan cenderung untuk tidak membagikan dividen karena sebagian besar dana yang tersedia digunakan untuk kebutuhan investasi perusahaan. Ada 75 sampel dari 146 sampel yang memiliki tingkat pertumbuhan di atas rata-rata tidak membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya.

Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen, berarti jika ukuran perusahaan yang diukur dari total aset perusahaan meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan menurun. Ada 34 sampel dari 52 sampel yang memiliki ukuran perusahaan di atas rata-rata tidak membagikan dividen. Faktor-faktor yang mempengaruhi perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan di atas rata-rata untuk tidak membagikan dividen adalah :

1. Kondisi perekonomian nasional

Kondisi perekonomian tidak stabil menyebabkan manajer perusahaan memutuskan tidak membagikan dividen. Manajer perusahaan lebih memilih untuk menyimpan kas yang lebih besar untuk memenuhi kebutuhan dana yang

umumnya meningkat seiring peningkatan biaya bahan baku dan biaya operasional lainnya.

2. Pada kondisi perekonomian yang tidak stabil, pemegang obligasi dan debitur akan memberikan batasan berupa prosentase maksimum laba ditahan yang lebih besar untuk memastikan ketersediaan dana pembayaran bunga dan pokok pinjaman ke pemegang obligasi dan debitur sehingga perusahaan memutuskan tidak membagikan dividen.
3. Perusahaan berukuran besar tidak membagikan dividen karena ada beberapa perusahaan besar yang terus berekspansi. Laba yang diperoleh perusahaan tidak dibagikan sebagai dividen karena digunakan untuk kebutuhan ekspansi perusahaan.

Berdasarkan hasil analisis, rasio RE/TE, rasio RE/TA, rasio TE/TA, ROA, dan tingkat pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Rasio RE/TE dan ROA berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan rasio RE/TA, rasio TE/TA, tingkat pertumbuhan, dan ukuran perusahaan tidak secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

BAB V

SIMPULAN DAN SARAN

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan, maka dapat diambil simpulan sebagai berikut :

1. Pengaruh *capital mix* jika diukur dengan rasio RE/TE terhadap kebijakan dividen adalah positif signifikan. Hal tersebut berarti, semakin matang suatu perusahaan yang ditunjukkan rasio laba ditahan terhadap total *equity* perusahaan yang semakin tinggi, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin tinggi pula.
2. Pengaruh *capital mix* jika diukur dengan rasio RE/TA terhadap kebijakan dividen adalah positif tidak signifikan. Hal tersebut berarti, jika semakin matang suatu perusahaan yang ditunjukkan oleh rasio laba ditahan terhadap total aset yang meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat pula, tapi rasio laba ditahan terhadap total aset tidak secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.
3. Rasio total *equity* terhadap total aset berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, berarti jika rasio total *equity* terhadap total aset meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat pula, tapi rasio total *equity* terhadap total aset tidak secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4. *Return on Assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, berarti jika *return on assets* meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat pula.
5. Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, berarti jika tingkat pertumbuhan perusahaan meningkat, maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan meningkat pula, tapi tingkat pertumbuhan perusahaan tidak secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
6. Ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, berarti jika ukuran perusahaan meningkat, maka kemungkinan perusahaan untuk membagikan dividen akan menurun, tapi ukuran perusahaan tidak secara nyata berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

5.2 Saran

1. Manajer perusahaan sebaiknya mempertimbangkan rasio laba ditahan terhadap total *equity* sebagai ukuran *capital mix* dalam pengambilan kebijakan dividen, karena berdasarkan hasil penelitian, rasio RE/TE secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan rasio RE/TA tidak secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
2. Manajer perusahaan sebaiknya lebih mempertimbangkan *return on assets* sebagai ukuran profitabilitas perusahaan dibanding variabel lainnya dalam pengambilan kebijakan dividen.

3. Mengingat variabilitas kebijakan dividen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas rasio laba ditahan terhadap total *equity*, rasio laba ditahan terhadap total aset, rasio total *equity* terhadap total aset, *return on assets*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan hanya sebesar 45,5%, maka manajer perusahaan dan investor juga perlu memperhatikan faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen diluar faktor-faktor yang telah diteliti pada penelitian ini.



Daftar Pustaka

- Archer, Stephen H and Charles A. D'Ambrosio. 1972. *Business Finance : Theory and Management*. Second Edition. New York : Marmillan Publishing Co., Inc
- Block, Stanley B and Geoffrey A. Hirt. 1990. *Foundations of Financial Management*. Fifth Edition. Singapore : Richard D. Irwin, Inc
- Brealey, Richard A and Stewart C. Myers. 2001. *Principles of Corporate Finance*. Sixth edition. Amerika : Mc Graw Hill
- Damodaran, Aswath. 2001. *Corporate Finance Theory and Practice*. Second edition. New York : John Wiley and Son, Inc
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Rene M. Stulz. 2005. Dividend Policy and The Earned/ Contributed Capital Mix, A Test of The Life Cycle Theory, *Journal of Finance*. (May) :1-23.
- Fama, E, and K. French. 2001. Dissapearing Dividends : Changing Firm Characteristic or Lower Propensity to Pay ?. *Journal of Financial Economics*. Vol 60, p: 3-43.
- Gitman, Lawrence J. 1995. *Foundation of Management Finance*. Fourth edition. America : Harper Collins
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi tiga. Semarang : Badan Penrbit Universitas Diponegoro
- Hosmer DH,S. Lemeshow, 1989. *Applied Logistic Regression*. Canada: John Wiley and Sons, Inc
- Irwin, A. 2005. *Finance*. Amerika : McGraw-Hill Companies, Inc
- Lasher, William. R. 2003. *Practical Financial Management*. Third Edition. US America : Thomson Learning Inc
- Narayanan, M.P., 2004. *Finance for Strategic Decision Making*. First Edition. San Farnsisco : Wiley and Sons, Inc

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Jeffrey Jaffe. 2002. *Corporate Finance*. Sixth Edition. McGraw-Hill Higher Education

Samuel, J.M., F.M. Wilker and R.E. Brayshaw. 1999. *Financial Management and Decision Making*. International Thomson Business Press

Watson, Denzel and Anthony Head. 2004. *Corporate Finance : Principles and Practice*. Third edition. England : Prentice Hall

Weston, J.Fred and Eugene F. Brigham. 1998. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Terjemahan. Jakarta





Logistic Regression

Case Processing Summary

Unweighted Cases ^a		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	372	100,0
	Missing Cases	0	,0
	Total	372	100,0
Unselected Cases		0	,0
Total		372	100,0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
0	0
1	1

Block 0: Beginning Block

Iteration History^{a,b,c}

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 1		504,637	-,344
0	2	504,636	-,348
	3	504,636	-,348

- a. Constant is included in the model.
 b. Initial -2 Log Likelihood: 504,636
 c. Estimation terminated at iteration number 3 because parameter estimates changed by less than ,001.

Classification Table^{a,b}

Observed			Predicted		
			KDIV		Percentage Correct
	0	1	0	1	
Step 0	KDIV	0	218	0	100,0
		1	154	0	,0
Overall Percentage					58,6

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	-,348	,105	10,901	1	,001	,706

Variables not in the Equation

Step	Variables	Score	df	Sig.
0	ZRETE	26,845	1	,000
	ZRETA	93,076	1	,000
	ZTETA	38,997	1	,000
	ZROA	91,037	1	,000
	ZGROWTH	1,691	1	,193
	ZSIZE	1,868	1	,172
Overall Statistics		112,211	6	,000

Block 1: Method = Enter

Omnibus Tests of Model Coefficients

	Chi-square	df	Sig.
Step 1 Step	151,719	6	,000
Block	151,719	6	,000
Model	151,719	6	,000

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	352,917	,335	,451

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	8,406	8	,395

Contingency Table for Hosmer and Lemeshow Test

		KDIV = 0		KDIV = 1		Total
		Observed	Expected	Observed	Expected	
Step 1	1	37	36,740	0	,260	37
1	2	36	34,770	1	2,230	37
	3	34	31,119	3	5,881	37
	4	27	27,723	10	9,277	37
	5	22	24,558	15	12,442	37
	6	18	20,966	19	16,034	37
	7	20	16,532	17	20,468	37
	8	10	13,059	27	23,941	37
	9	8	8,730	29	28,270	37
	10	6	3,804	33	35,196	39

Classification Table^a

Observed		Predicted		
		KDIV		Percentage Correct
		0	1	
Step 1	KDIV	0	1	
		176	42	80,7
		48	106	68,8
	Overall Percentage			75,8

a. The cut value is ,500

