

TESIS

**DETERMINAN SIMULTANITAS *INSIDER OWNERSHIP*,
KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC*
DI BEJ TAHUN 2000-2004**



RITA SARLAWA

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006**



TESIS

**DETERMINAN SIMULTANITAS *INSIDER OWNERSHIP*,
KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC*
DI BEJ TAHUN 2000-2004**



RITA SARLAWA

NIM 090415392M

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006**

**DETERMINAN SIMULTANITAS *INSIDER OWNERSHIP*,
KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN
PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG *GO PUBLIC*
DI BEJ TAHUN 2000-2004**

TESIS

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



Oleh :

RITA SARLAWA

NIM 090415392M

**PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA
SURABAYA
2006**

LEMBAR PERSETUJUAN

**TESIS INI TELAH DISETUJUI
PADA TANGGAL, 01 - 11 - 2006.....**

Oleh

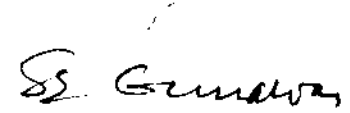
Pembimbing



Drs. Ec. I MADE SUDANA, MS
NIP : 131 406 055

Mengetahui

Ketua Program Studi Ilmu Manajemen



Dr. SRI GUNAWAN, M.Com
NIP. 131 653 420

LEMBAR PENETAPAN PANITIA PENGUJI

TELAH DIUJI PADA TANGGAL : 17 Oktober 2006

PANITIA PENGUJI :

KETUA : Drs. Windijarto, SE, MBA

ANGGOTA :

- 1. Drs. I Made Sudana, M.S**
- 2. Dr. Djoni Budiarjo, M.Si**
- 3. Drs. Andry Irwanto, MBA, Ak**
- 4. Noorlaily Fitdiarini, SE, MBA**

UCAPAN TERIMA KASIH

Segala puji syukur, hormat dan kemuliaan bagi Tuhanku Yesus Kristus atas segala anugerah, rahmat dan berkat, serta hanya keagungan karya kasih-Nya telah memberikan kekuatan, kesehatan dan kearifan bagi penulis, sehingga penulisan tesis dengan judul : “Determinan Simultanitas *Insider Ownership*, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang *Go Public* di BEJ Tahun 2000-2004”, dapat diselesaikan dengan baik.

Dengan terselesainya penulisan tesis ini, maka dengan sepenuh hati dan sedalam-dalamnya serta rasa hormat izinkanlah penulis mengucapkan terima kasih dan penghargaan, kepada :

1. Bapak Drs. I Made Sudana MS, selaku dosen pembimbing, yang dengan penuh ketulusan dan kesabaran, serta ketelitian menyediakan waktu untuk membimbing dan mengarahkan penulis sampai terselesainya tesis ini.
2. Prof. DR. Dr. H.M. Amin, selaku Direktur Pascasarjana Universitas Airlangga Surabaya.
3. Drs. Sri Gunawan M.Com. Selaku Ketua Program Studi Ilmu Manajemen Universitas Airlangga.
4. Seluruh Staf Sekretariat IMAN: M Riska, M Susi, M Titi, , M Ade, M Pudji, M Fadjar terima kasih atas pertolongan-pertolongannya selama saya kuliah.
5. Para Penguji Tesis ini dan seluruh dosen pengajar selama penulis menempuh perkuliahan di PPS Ilmu Manajemen di Unair Surabaya.
6. Rektor Universitas Palangka Raya beserta seluruh Pembantu Rektor yang telah memberikan kesempatan untuk melanjutkan studi.
7. Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Palangka Raya beserta seluruh Pembantu Dekan yang telah memberikan kesempatan untuk melanjutkan studi.
8. Rekan-rekan IMAN 04, semua kenangan manis dan pahit selama dua semester kuliah dalam kelas yang rame dan satu semester dalam kelas konsentrasi keuangan yang asik & kompak. Khususnya B Linda, terima kasih atas semua bantuan, support n jadi teman diskusi selama ini, buat Sista juga tx dah jadi

teman diskusi, Andry, Putu, B' Purnamawati, B' Ririn, P' Muwidha, P' Udin, Novita, B' Yani, P' Fathoni. Tetap semangat!! Viva IMAN '04

9. Seluruh Teman Kos Jojoran I/IIa: Usi Dora yang baik hati, Eny yang lembut, K' Lina yang sabar, K' Iya, Vabro, Erico, Retha, K' Michael, K' Ephenk, T' Trcesje, T' Ruth, T' Ani, Ayu, Wulan, Linda, Intan, Putri, Novi, Rista. Tak lupa juga untuk Mner Jhon Socrates & Om Victor Lengkong, K' Edith, Oby. Segala kenangan indah, suka n duka yang telah kita alami bersama di kos tak mungkin kulupakan, tx juga atas doa kalian semua. *You are the best friend!*
10. Buat K' Michael & K' Popy dan si kecil Josh, dan tak lupa juga Keluarga Om Edi & T' Astred, dengan kesungguhan hati saya mengucapkan terima kasih atas JJSnya selama saya di Surabaya.
11. Seluruh aktivis *Credit Union* se-Kalimantan : P' A.R Mecer, Bang Pilin, Bang Jueng, P' Ambu, K' Anyu, K' Rinting, P' Gun, K' Leani, K' Ethos, K' Changking, Agro, Esti, Yosy, Junaedi, KPD dan Lembaga Dayak Panarung, yang telah memberi dukungan, insiprasi, semangat, motivasi, dan mendoakan saya selama kuliah di Pasacasarjana UNAIR tx banget. Salam solidaritas!
12. Sony Arisandy yang telah setia dan sabar menanti keberhasilanku. ILU 4 Ever!
13. Keluarga besar Lingu dan Naman, tx atas support n doanya.GBU!
14. Khusus buat Papa dan Mama tercinta, K' Retni Mulyani & K' Angga, keponakanku Echa yang selalu kurindukan, adikku Ari Gunawan, Om Reso, Lukas, Susan, Iing, yang telah setia baik dalam suka duka dan selalu mendoakan keberhasilanku, agar bisa menyelesaikan tesis ini. Tx 4 all. ILU 4 Ever.

Akhir kata, tiada yang kekal, abadi dan sempurna di dunia ini, begitu pula dengan penulisan tesis ini, karena itu, demi penyempurnaan penulisan dengan sangat penulis mengharapkan setiap masukan kritikan dan saran dari semua pihak. Semoga penulisan ini dapat bermanfaat juga bagi semua pihak yang memerlukannya, dan damai sejahtera dari Allah Tuhan kita menyertai saat ini sampai maranatha. AMIN.

Surabaya, Agustus 2006

Penulis

ABSTRACT

Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies of Go Public Manufacturing Companies at JSX within period 2000-2004

Rita Sariawa

The objective of this research is to identify interdependency between *insider ownership, debt, and dividend* of go-public Manufacturing Companies at JSX

The research employs data pooling for analysis, which is a combination of time series and cross section data on 16 go public manufacturing companies at the JSX within period of 2000-2004. The endogenous variable of this research include insider ownership, debt, and dividend, but as endogenous variable, the three variable as too exogenous variables, while business risk, size, profitability, and growth as control variables. The analysis technique of this research is two stage least square (2-SLS).

The result of this research shows that : (1) there is interdependency between insider ownership and dividend policy. There is not interdependency between insider ownership and debt policy while both variables is insignificant. There is interdependency between dividend policy and debt policy. (2) Simultaneous exogeneous variables debt and dividend, while business risk and size as control variables has significant on insider ownership. (3) Simultaneous exogenous variables insider ownership, dividend, while business risk and profitability as control variables has significant on debt. (4) Simultaneous exogeneous variables insider ownership and debt, while business risk, profitability and growth as control variables has significant on dividend.

Key words : insider ownership, debt, dividend, business risk, size, profitability, and growth.

DAFTAR ISI

	Halaman
Sampul Depan	i
Sampul Dalam	ii
Prasyarat Gelar	iii
Lembar Pengesahan.....	iv
Lembar Penetapan Panitia Penguji	v
Ucapan Terima Kasih	vi
<i>Abstract</i>	viii
Daftar Isi	ix
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar	xii
Daftar Lampiran	xiii
BAB 1 PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	5
1.3. Tujuan Penelitian	6
1.4. Manfaat Penelitian	6
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	
2.1. Penelitian Terdahulu	7
2.2. Landasarn Teori	12
2.2.1. Teori Keagenan	12
2.2.2. Masalah Keagenan	13
2.2.3. <i>Insider Ownership</i>	15
2.2.4. Kebijakan Hutang	17
2.2.5. Kebijakan Deviden	19
2.2.6. <i>Business Risk</i>	23
2.2.7. Profitabilitas	24
2.2.8. <i>Growth</i>	25
2.2.9. <i>Firm Size</i>	26
2.2.10. Hubungan antara <i>Insider Ownership</i> dengan Variabel Eksogen.....	26
2.2.11. Hubungan antara Kebijakan Hutang dengan Variabel Eksogen.....	27
2.2.12. Hubungan antara Kebijakan Dividen dengan Variabel Eksogen.....	29
2.2.13. Hubungan antara <i>Insider Ownership</i> , Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen	31
BAB 3 KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
3.1. Kerangka Konseptual	32
3.2. Hipotesis	33

BAB 4	METODE PENELITIAN	
	4.1. Rancangan Penelitian	34
	4.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	34
	4.3. Variabel Penelitian	35
	4.4. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	36
	4.5. Jenis Data dan Metode Pengumpulan Data	38
	4.6. Teknik Analisis	38
BAB 5	ANALISIS HASIL PENELITIAN	
	5.1. Gambaran Umum Perusahaan	42
	5.2. Deskripsi Variabel Penelitian	43
	5.2.1. <i>Insider Ownership</i>	43
	5.2.2. <i>Debt</i>	44
	5.2.3. <i>Dividend Payout Ratio</i>	45
	5.2.4. <i>Business Risk</i>	47
	5.2.5. <i>Size</i>	48
	5.2.6. <i>Profitability</i>	49
	5.2.7. <i>Growth</i>	50
	5.3. Analisis Hasil Penelitian	51
	5.3.1. Pengaruh <i>Debt, Dividend</i> , terhadap <i>Business Risk</i> dan <i>Size Insider Ownership</i>	51
	5.3.2. Pengaruh <i>Insider Ownership, Dividend, Business Risk</i> dan <i>Profitability</i> terhadap <i>Debt</i>	52
	5.3.3. Pengaruh <i>Insider Ownership Debt, Business Risk, Profitability</i> dan <i>Growth</i> terhadap <i>Dividend</i>	54
BAB 6	PEMBAHASAN	
	6.1. Interdependensi <i>Insider Ownership, Debt</i> , dan <i>Dividend</i> ,	56
	6.2. Pengaruh <i>Business Risk</i> dan <i>Size</i> sebagai variabel kontrol terhadap <i>Insider Ownership</i>	58
	6.3. Pengaruh <i>Business Risk</i> , dan <i>Profitability</i> terhadap <i>Debt</i> ...	
	6.4. Pengaruh <i>Business Risk, Profitability</i> dan <i>Growth</i> terhadap <i>Dividend</i>	61
BAB 7	PENUTUP	
	7.1. Kesimpulan	63
	7.2. Saran	64

DAFTAR PUSTAKA
LAMPIRAN-LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Kepemilikan Manajerial Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Tahun 2002-2004	2
Tabel 1.2. Pembagian <i>Dividen Payout Ratio</i> Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Tahun 2002-2004.....	4
Tabel 2.1. Ringkasan Hasil Penelitian Pengaruh <i>Managerial Ownership, Leveraged, Dividend</i> terhadap <i>Diversification loss, Earning Volatility, Standar Deviation, Adv, R&D, Firm Size</i>	9
Tabel 4.1. Variabel Penelitian	37
Tabel 4.2. Pengujian Identifikasi Persamaan	41
Tabel 5.1. Nama-nama Perusahaan Sampel	43
Tabel 5.2. <i>Insider Ownership</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	45
Tabel 5.3. Hutang Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	46
Tabel 5.4. <i>Dividen</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	47
Tabel 5.5. <i>Business Risk</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	48
Tabel 5.6. <i>Size</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	50
Tabel 5.7. <i>Profitability</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	51
Tabel 5.6. <i>Growth</i> Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004	52
Tabel 5.9. Hasil Ringkasan (2 SLS) Pengaruh <i>Debt, Dividend</i> , terhadap <i>Business Risk</i> dan <i>Size Insider Ownership</i>	53
Tabel 5.10. Hasil Ringkasan (2 SLS) Pengaruh <i>Insider Ownership, Dividend, Business Risk</i> dan <i>Profitability</i> terhadap <i>Debt</i>	55
Tabel 5.11. Hasil Ringkasan (2 SLS) Pengaruh <i>Insider Ownership Debt, Business Risk, Profitability</i> dan <i>Growth</i> terhadap <i>Dividend</i> ...	57

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka Konseptual	Halaman 32
--	-----------------------------



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Belakangan ini, konteks teori keuangan mengenai *agency problem* telah menjadi *issue* yang banyak didiskusikan dan dikaji secara ilmiah. Di Indonesia, *issue* ini berkembang seiring dengan hadirnya *corporate governance* dalam pemulihan krisis yang telah terjadi. *Corporate governance* mensyaratkan suatu pengelolaan yang baik dalam sebuah organisasi atau perusahaan. Masalah *corporate governance* timbul karena terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Berdasarkan teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terjadinya *agency problem*. Dalam konteks keuangan, *agency problem* muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemilik dan manajer. Pemisahan fungsi antara pemilik dan manajer akan memiliki dampak negatif yaitu keleluasaan manajer perusahaan untuk memaksimalkan kepentingannya sendiri dengan biaya yang harus ditanggung oleh pemilik perusahaan (*agency cost*). Kondisi ini terjadi karena *asymmetry information* antara manajer dan pihak lain yang tidak memiliki sumber dan akses memadai dalam memperoleh informasi untuk memonitor tindakan manajer.

Berdasarkan *agency theory*, ada beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk mengontrol dan mengurangi konflik keagenan. Mekanisme ini diantaranya meningkatkan kepemilikan saham manajer (*insider ownership*), kebijakan hutang (*debt policy*), dan kebijakan deviden (*devidend policy*). Menurut Jensen and

Meckling (1976), peningkatan *insider ownership* merupakan insentif bagi manajer yang diharapkan dapat mengurangi masalah keagenan karena manajer juga merupakan pemilik perusahaan. Selain itu juga, bahwa kepemilikan saham oleh manajer dalam perusahaan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemilik (*shareholders*), sehingga mengurangi kecenderungan manajer untuk berperilaku *opportunistik*. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajer, maka manajer akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya dan menanggung risiko secara langsung bila keputusan tersebut salah. Jika *insider ownership* semakin tinggi, maka secara alamiah akan cenderung mengalokasikan sumberdaya perusahaan sesuai dengan kepentingan manajer. Perilaku atau kepentingan *insider* cenderung mendekati perilaku *outsider owner* ketika proporsi kepemilikan *insider* meningkat. Jadi peningkatan *insider ownership* akan menyebabkan menurunnya *agency cost*. Pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh *insider* pada tahun 2000 sampai tahun 2003 sebesar 70,23%. Hal ini karena hubungannya dengan *shareholder* (baik sebagai anggota keluarga, perusahaan afiliasi dan anak perusahaan), maka umumnya proporsi kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi.

**Tabel 1.1. Perkembangan Kepemilikan Manajerial
Pada Perusahaan Manufaktur Yang Go Public
Tahun 2002-2003**

Tahun	Jumlah Perusahaan	Rata-rata
2000	21	72,27
2001	21	67,91
2002	21	70,10
2003	21	70,62

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2001-2004*

Selain itu, perusahaan di Indonesia juga merupakan kelompok bisnis (*conglomerate*) yang secara langsung dikontrol oleh anggota keluarga (*family business*). Dengan demikian, tidak heran terjadi konsentrasi kepemilikan saham oleh *insider*.

Husnan (2001) menyatakan bahwa proporsi kepemilikan pihak publik untuk perusahaan-perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) masih sangat terbatas, seperti pada tahun 1997 hanya sekitar 29,7%. Hal ini berarti bahwa para pendiri perusahaan-perusahaan tersebut masih menjadi pemegang saham pengendali. Fenomena adanya pemegang saham pengendali dan pemegang saham minoritas inilah yang dapat menimbulkan *agency problem* di sebagian perusahaan-perusahaan tersebut. Dibandingkan dengan Amerika Serikat dan Inggris, proporsi kepemilikan saham lebih menyebar (*closely held*). Walaupun di negara-negara maju lainnya dan negara-negara sedang berkembang, umumnya perusahaan masih dikendalikan oleh keluarga. Menurut Arifin (2003) dalam Siregar et. al (2005), melaporkan bahwa 85% dari perusahaan Spanyol mempunyai pemegang saham kendali, dibandingkan dengan Inggris yang hanya 10% dan Amerika Serikat 20%.

Mekanisme lain yang digunakan untuk mengurangi biaya keagenan adalah melalui peningkatan hutang. Semakin besar hutang, maka semakin banyak kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran, dengan demikian akan mengurangi jumlah kas yang disimpan perusahaan.

Pembagian *dividend* juga merupakan salah satu cara yang digunakan untuk mengurangi biaya keagenan. Menurut Ross (1997) dan Easterbrook (1984), bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran dividen. Akan tetapi

pembayaran dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran dividen akan mengurangi arus kas perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.

Di Indonesia perkembangan perusahaan manufaktur yang melakukan pembagian *dividend*, yang *listed* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2000 terdapat 22 perusahaan (18,18%) yang membagikan *dividend* dengan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 22,53%. Tahun 2001 terjadi peningkatan sebesar 25,61% pada 31 perusahaan dengan rata-rata *dividend payout ratio* 33,07%, walaupun pada tahun 2002 terjadi penurunan sebesar 32,47% dengan rata-rata *dividend payout ratio* 32,47, tetapi pada tahun 2003 terjadi peningkatan kembali sebesar 37,52% di 24 perusahaan dengan rata-rata *dividend payout ratio* 32,47%. Pada tahun 2004 hanya ada 20 perusahaan manufaktur (16,52%) yang membagikan dividen, dengan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 29,46%. Ringkasan perkembangan pembagian *dividend payout ratio* dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 1.2. Perkembangan Pembagian Dividend Payout Ratio Perusahaan Manufaktur Yang Go Public Tahun 2000-2004

Tahun	Jumlah Perusahaan yg membagikan DPR	%	Rata-rata DPR
2000	22	18,18	22,53
2001	31	25,61	33,07
2002	24	19,83	32,47
2003	24	19,83	37,52
2004	20	16,52	29,46

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2001-2005*

Dari tabel 1.2, rata-rata *dividend payout ratio* meningkat pada 2001 dan 2003, yang mengindikasikan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan

juga meningkat. Namun dengan melihat jumlah perusahaan yang membagikan *dividend* pada tahun 2004 menurun dari tahun sebelumnya, hal tersebut disebabkan karena perusahaan lebih menyukai menahan labanya daripada membagikan laba dalam bentuk dividen. Berdasarkan latar belakang tersebut, maka mendorong peneliti tertarik untuk melakukan pengujian kembali mengenai *insider ownership*, *debt* dan kebijakan dividen secara simultan, serta karakteristik perusahaan yang mempengaruhi ketiga kebijakan tersebut.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka masalah yang dikaji dalam penelitian ini adalah apakah terdapat interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, dan *dividend* perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan masalah yang telah dikemukakan, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengkaji interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, dan *dividend* perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ.

1.4. Manfaat Penelitian

Ada beberapa manfaat yang diharapkan dapat diperoleh dari penelitian ini yaitu :

1. Bagi perusahaan, dapat memberikan informasi mengenai adanya hubungan interdependensi *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen, sehingga diharapkan dapat meminimumkan *agency cost*.

2. Bagi investor, dapat memberikan informasi mengenai *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan deviden di dalam pengambilan keputusan, agar tidak terjadi konflik antara pihak *insider*, kreditur dan pemegang saham.
3. Bagi praktisi dan peneliti, diharapkan dapat memberikan kontribusi dan wawasan pengetahuan yang berkaitan dengan *agency theory* serta dapat digunakan sebagai bahan kajian untuk penelitian selanjutnya.



BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai konteks teori keagenan, khususnya *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan deviden telah dilakukan oleh beberapa peneliti, di antaranya :

Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) melakukan penelitian tentang “*Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies.*” Penelitian bertujuan untuk menjelaskan perbedaan determinan secara *cross-sectional* dari *insider ownership*, *debt* dan kebijakan deviden, baik secara langsung dan tidak langsung yang dipengaruhi oleh karakteristik operasi perusahaan seperti *business risk*, *profitability*, *R&D*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *size* dan *division*.

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel endogen yaitu *insider ownership*, *debt* dan kebijakan deviden; dan variabel eksogen yaitu *business risk*, *profitability*, *R&D*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *size* dan *division*. Variabel penelitian dihitung dengan rata-rata periode tiga tahun, yaitu dari tahun 1980 - 1982 dan tahun 1985 - 1987. Dengan analisa *cross-section* maka diperoleh tahun penelitian pada tahun 1982 dan tahun 1987. Sampel penelitian terdiri dari 565 perusahaan pada tahun 1982 dan 632 perusahaan pada tahun 1987. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan

structural equations, dengan teknik analisa *three stage least square (3 SLS)* atau analisa kuadrat terkecil dalam tiga tahap.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan deviden mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus, *insider ownership* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan *debt* dan *dividend*. Hal ini mengindikasikan bahwa *insider ownership* mempunyai peranan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kebijakan hutang dan kebijakan dividen untuk mengurangi *agency cost*. Selain itu, kontribusi dari penelitian ini adalah bahwa *insider ownership*, kebijakan *debt* dan kebijakan deviden yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.

Persamaan dengan penelitian yang penulis lakukan adalah bahwa penelitian tersebut menggunakan model analisis yang sama yaitu persamaan *structural equations*. Perbedaannya yaitu pada variabel penelitian yang penulis lakukan tidak memasukan variabel *R & D*, *Division*, *fixed asset* dan *investment* karena tidak tersedianya data pada Bursa Efek Jakarta. Perbedaan yang lain adalah obyek penelitian dan periode penelitian. Penelitian tersebut dilakukan di New York Stock Exchange (NSYE) pada tahun 1980-1982 dan tahun 1985-1987, sedangkan penelitian ini dilakukan di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2000-2004.

Crutchney and Hansen (1989) melakukan penelitian tentang “*A Tests of the Agency Theory of Manajerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend.*” Tujuan penelitian ini adalah ingin mengetahui pengaruh *diversification loss*, *standart deviation of return*, *firm size*, *non debt tax shield*

Persamaan dengan penelitian yang penulis lakukan adalah pada variabel penelitian yaitu sama-sama menggunakan *ownership*, *leverage* dan *dividend* sebagai variabel tergantung. Perbedaannya adalah mengenai variabel bebas yang digunakan dalam penelitian tersebut, selain itu tehnik analisis yang digunakan dalam penelitian tersebut menggunakan *ordinary least square*.

Han, Lee dan Suk (1999) melakukan penelitian mengenai "*Institutional Shareholder and Dividends*." Penelitian ini mengajukan dua hipotesis yaitu pertama bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin rendah pembagian dividen perusahaan. Hipotesis kedua menyatakan semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin tinggi pula pembagian dividen perusahaan.

Data penelitian berasal dari *spectrum ownership database* dan CRSP NSYE/AMEX file. Penelitian ini mengambil sampel perusahaan manufaktur sebanyak 303 perusahaan selama tahun 1988-1992. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan deviden yang diukur dengan *dividend yield*, dan variabel independen adalah kepemilikan saham oleh institusi yang diukur dengan prosentase kepemilikan institusi. Selanjutnya, variabel kontrol dalam penelitian adalah *insider ownership*, *revenue growth*, *capital expenditure*, *ratio of debt to assets*, *standar deviasi ROA*, *operating income to assets* dan *dividend yield*. Berdasarkan *Tobit analysis*, maka hasil penelitian menunjukkan (1) *dividend yield* mempunyai hubungan positif dengan tingkat kepemilikan institusi.; (2) *insider ownership* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen; (3) *revenue growth* mempunyai pengaruh yang negatif signifikan dengan kebijakan dividen, dan hal ini mengindikasikan

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai konteks teori keagenan, khususnya *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan deviden telah dilakukan oleh beberapa peneliti, di antaranya :

Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) melakukan penelitian tentang “*Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies.*” Penelitian bertujuan untuk menjelaskan perbedaan determinan secara *cross-sectional* dari *insider ownership*, *debt* dan kebijakan deviden, baik secara langsung dan tidak langsung yang dipengaruhi oleh karakteristik operasi perusahaan seperti *business risk*, *profitability*, *R&D*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *size* dan *division*.

Variabel dalam penelitian ini terdiri dari variabel endogen yaitu *insider ownership*, *debt* dan kebijakan deviden; dan variabel eksogen yaitu *business risk*, *profitability*, *R&D*, *fixed assets*, *growth*, *investment*, *size* dan *division*. Variabel penelitian dihitung dengan rata-rata periode tiga tahun, yaitu dari tahun 1980 - 1982 dan tahun 1985 - 1987. Dengan analisa *cross-section* maka diperoleh tahun penelitian pada tahun 1982 dan tahun 1987. Sampel penelitian terdiri dari 565 perusahaan pada tahun 1982 dan 632 perusahaan pada tahun 1987. Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model persamaan

semakin tinggi *revenue growth* maka semakin rendah pembagian deviden perusahaan. Dengan demikian, semakin cepat perusahaan bertumbuh berarti perusahaan semakin membutuhkan uang kas yang relatif besar untuk mendukung investasi modal kerjanya daripada untuk pembagian deviden; (4) *Capital expenditure* mempunyai pengaruh negatif yang tidak signifikan dengan *dividend policy*, hal ini konsisten dengan teori Miller and Modigliani's (1961) bahwa keputusan deviden adalah independen dari keputusan investasi; (5) *Debt to asset* mempunyai pengaruh negatif signifikan dengan *dividend policy*, karena bagi perusahaan besar, pembayaran hutang tidak terikat dengan pembayaran deviden tetapi pada tahun 1990, pengaruh *debt to asset* positif signifikan, karena pada saat itu banyak perusahaan yang meminjam otomatis memiliki kas yang relatif besar, yang kemudian digunakan untuk membayar deviden; (6) Standar deviasi ROA mempunyai pengaruh negatif signifikan dengan *dividend policy* artinya perusahaan cenderung mengurangi risiko finansial dengan cara menahan laba sebanyak mungkin (*retaining more earnings*) dibandingkan membagikannya sebagai deviden; (7) *Operating income to asset* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend policy*, dalam arti bahwa perusahaan yang cenderung *unprofitable* akan membagikan deviden yang relatif rendah; (8) *Target dividend yield* mempunyai pengaruh positif (1988) dan negatif pada tahun-tahun berikutnya terhadap *dividend policy*, hal ini konsisten dengan Lintner (1956) bahwa perusahaan cenderung mencapai target *dividend payout*. Dengan demikian, berdasarkan hasil penelitian ternyata menunjukkan bahwa kebijakan deviden memiliki hubungan yang positif dengan *institutional ownership*, dan hal

ini mendukung teori *tax based hypothesis*, karena para investor institusi lebih menyukai pembagian dividen daripada *capital gain*.

Persamaan dengan penelitian yang penulis lakukan adalah pada variabel penelitian yaitu menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel tergantung. Perbedaannya adalah mengenai variabel bebas yang yang digunakan dalam penelitian tersebut.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hubungan keagenan merupakan kontrak, baik bersifat eksplisit maupun implisit, antara satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal. Dalam kontrak tersebut terdapat pendelegasian beberapa kewenangan pengambilan keputusan kepada manajer. Dalam konteks perusahaan, prinsipal adalah pemegang saham (pemilik perusahaan) dan agen adalah manajer perusahaan. Manajer diberi wewenang untuk mengambil keputusan yang berkaitan dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan. Harapan agar manajer selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan sering kali tidak terwujud. Banyak keputusan yang diambil oleh manajer justru lebih menguntungkan manajer dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham. Manajer memiliki tujuan dan kepentingan pribadi seperti memakmurkan individu, gaya hidup mewah, kantor yang mewah, fasilitas mobil dan keuntungan lainnya. Di lain pihak, para pemilik perusahaan mempunyai tujuan

untuk meningkatkan nilai perusahaannya. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan menimbulkan masalah baru yang disebut masalah keagenan (*agency problem*). Untuk menyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh bagi kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan meliputi antara lain : pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

2.2.2. Masalah Keagenan

Masalah keagenan muncul karena manajer dan pemegang saham seringkali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan, meskipun harus diasumsikan bahwa manajer memiliki tujuan yang sama dengan pemiliknya (Keown et.al ; 2000: 19). Masalah keagenan terjadi ketika manajer perusahaan memiliki saham kurang dari 100% (Brigham dan Weston, 1993: 18), karena adanya pengambilan keputusan oleh manajer yang tidak sesuai dengan maksimalisasi kemakmuran pemegang saham. Jika perusahaan sepenuhnya dimiliki oleh manajer, maka manajer akan menjalankan aktifitas operasional perusahaan dengan sungguh-sungguh untuk memaksimalkan nilai perusahaan, yang berarti pula meningkatkan kesejahteraan manajer tersebut. Namun ketika manajer menjual sebagian kepemilikannya kepada investor luar (*outsider investor*) yang kemudian akan berperan sebagai pemegang saham luar (*outsider*

shareholder), maka terdapat kemungkinan bahwa manajer tidak lagi bertindak sungguh-sungguh untuk mencapai tujuan perusahaan, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini berarti juga meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, sehingga muncul masalah risiko moral (*moral hazard problem*), yaitu suatu kondisi ketika manajer cenderung untuk mengejar kepentingannya sendiri.

Munculnya *moral hazard problem* antara lain dapat dilihat dari kecenderungan manajer untuk mengkonsumsi sumberdaya perusahaan demi kepentingannya sendiri, misalnya membangun ruang kerja atau kantor secara berlebihan, membeli mobil dinas yang mewah, rekening belanja pribadi yang ditanggung perusahaan serta melakukan pemborosan biaya akomodasi pada saat melakukan perjalanan dinas. Tindakan manajer yang mengkonsumsi sumberdaya perusahaan secara berlebihan dapat menyebabkan nilai perusahaan menurun, manajer menikmati sebagian dari pendapatan perusahaan, dalam hal ini sebagian biaya untuk melakukan aktivitas tersebut ditanggung oleh pemegang saham.

Menurut Levy dan Sarnat (1990 ; 11) bahwa konflik antara manajer dengan pemegang saham dapat terjadi karena : (1) manajer memanfaatkan sumberdaya perusahaan untuk fasilitas pribadi, atau manajer melakukan ekspansi yang tidak sesuai dengan kepentingan pemilik, (2) manajer mempunyai horizon waktu yang lebih pendek dibanding dengan kepentingan pemilik, misalnya manajer lebih memilih proyek yang bersifat jangka pendek agar lebih cepat memperoleh pendapatan, sehingga manajer memperoleh kesempatan untuk promosi jabatan, dan (3) adanya perbedaan penilaian risiko antara pemilik dan manajer. Manajer cenderung mengambil keputusan yang dapat mengurangi risiko personal manajer, sedangkan pemegang saham menghendaki agar manajer mau

mengambil risiko yang lebih besar agar dapat menghasilkan keuntungan yang lebih banyak bagi pemegang saham.

Konflik antara manajer dengan pemegang saham juga dapat disebabkan karena manajer mempunyai tujuan yang berbeda dengan tujuan pemegang saham. Weston dan Copeland (1997 : 10), menyatakan bahwa manajer lebih mengejar urusan perusahaan yang lebih besar dan bukan memaksimalkan nilai perusahaan, karena manajer percaya bahwa kompensasi manajer dikaitkan dengan penjualan dan total assets perusahaan. Sementara Brigham dan Gapenski (2003:16), menyatakan bahwa dengan menciptakan perusahaan besar yang tumbuh dengan cepat maka manajer akan dapat (1) meningkatkan keamanan pekerjaannya karena kemungkinan pengambilalihan secara paksa (*hostile takeover*) lebih rendah, (2) meningkatkan kekuasaan, status dan pendapatan manajer, dan (3) meningkatkan lebih banyak kesempatan bagi manajer tingkat menengah dan bawah.

2.2.3. Insider Ownership

Insider adalah semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijakan perusahaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dari dalam perusahaan. Beasley dan Brigham (2000: 646) mendefinisikan *insider* sebagai pejabat perusahaan, para direksi, pemegang saham utama dan semua pihak yang mempunyai informasi dari dalam perusahaan atas operasi perusahaan. Sementara Reilly (1995 : 242) mendefinisikan *insider* sebagai para pejabat perusahaan, anggota dewan direksi, dan para pemilik yang memiliki saham lebih dari 10%. Menurut penjelasan UU RI no. 8 pasal 95 Tahun 1995 tentang pasar modal menyatakan bahwa yang dimaksud *insider* adalah :

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

Jensen dan meckling (1976), menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pengambilan keputusan yang berkaitan dengan (1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan (2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan (*investment decision*).

Ada beberapa mekanisme yang dipakai untuk mengurangi adanya konflik, diantaranya yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajer, maka manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan menanggung risiko secara langsung bila keputusan tersebut salah. Kepemilikan saham oleh pihak manajer dalam perusahaan dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling : 1976). Dengan demikian, maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan.

2.2.4. Kebijakan Hutang

Sumber pendanaan dapat diperoleh dari modal internal dan modal eksternal. Modal internal berasal dari laba ditahan, sedangkan modal eksternal dapat bersumber dari modal sendiri dan atau melalui hutang. Brigham et.al (1999) mengemukakan bahwa penggunaan hutang yang berbeban bunga memiliki keuntungan dan kelemahan bagi perusahaan. Keuntungan penggunaan hutang adalah (a) biaya bunga mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga biaya hutang efektif menjadi lebih rendah; (b) kreditor hanya mendapat biaya bunga yang relatif bersifat tetap, sehingga kelebihan keuntungan merupakan klaim bagi pemilik perusahaan, (c) *bondholder* tidak memiliki hak suara sehingga pemilik dapat mengendalikan perusahaan dengan dana yang lebih kecil.

Penggunaan hutang memiliki kelemahan karena (a) hutang yang semakin tinggi meningkatkan risiko *technical insolvency* (Gitman, 2003), (b) bila bisnis perusahaan tidak dalam kondisi yang bagus, pendapatan operasi menjadi rendah dan tidak cukup untuk menutup biaya bunga sehingga kekayaan pemilik berkurang. Pada kondisi ekstrim, kerugian tersebut dapat membahayakan perusahaan karena dapat terancam kebangkrutan. Kelemahan merupakan dasar konsep *trade-off* dalam *balancing theory*.

Menurut Modigliani – Miller (1963), dengan adanya pajak maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini karena adanya pengurangan pajak akibat pembayaran bunga hutang (Brigham dan Gapenski : 1999), namun model yang dikemukakan oleh Modigliani-Miller mempunyai kelemahan yaitu tidak mempertimbangkan adanya *financial distress* dan *agency cost*.

Menurut Brigham dan Gapenski (2003), bila pada model MM dengan adanya pajak dimasukkan *financial distress* dan *agency cost*, maka akan diperoleh model struktur modal sebagai berikut :

$$VL = VU \cdot TD \cdot (PV \text{ of expected financial distress cost}) - (PV \text{ of agency cost})$$

Keterangan : VL = nilai perusahaan dengan menggunakan hutang

VU = nilai perusahaan dengan tidak menggunakan hutang

T = tarif pajak

D = hutang

Menurut model *Trade-off*, dengan meningkatkan penggunaan hutang (D), maka keuntungan dari penggunaan hutang juga semakin besar (*leverage gain* atau TD), namun di pihak lain, *PV of expected financial distress cost* dan *PV of agency cost* juga akan meningkat. Dengan demikian, penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan hanya sampai pada titik tertentu. Setelah titik tersebut tercapai maka penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan, karena tambahan keuntungan penggunaan hutang tidak sebanding dengan tambahan biaya *financial distress* dan *agency cost*. Titik balik tersebut merupakan struktur modal optimal yang menunjukkan jumlah hutang perusahaan yang optimal dalam struktur modal.

Kebijakan hutang dapat diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap total asset, yang dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Debt = \frac{\text{Jumlah total hutang}}{\text{Total asset}} \dots\dots\dots (2.1)$$

Keterangan :

Jumlah total hutang = Jumlah total hutang perusahaan

Total asset = Total aset yang dimiliki perusahaan

2.2.5. Kebijakan Dividen

Kebijakan deviden merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan deviden menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Model dasar dari harga saham, $P_0 = D_1 / (K_s - g)$, memperlihatkan bahwa jika perusahaan membagikan tambahan dividen tunai, maka (D_1) akan naik, dan hal ini cenderung meningkatkan harga saham. Namun jika dividen tunai meningkat, maka makin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa mendatang akan rendah.

Weston dan Copeland (1992) mengemukakan bahwa kebijakan dividen adalah : " Dividend policy determines the division of earning between payments to stockholders and reinvestment in the firm. Retained earnings are one of the most significant sources of fund for financing corporate growth, but dividends constitute the cash flows that accrue to stockholders".

Pendapat Weston dan Copeland dapat diartikan bahwa kebijakan dividen merupakan penentuan pembagian laba antara penggunaan laba untuk pembayaran kepada pemegang saham atau diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Laba yang ditahan sebagai salah satu sumber dana yang sangat penting untuk pembelanjaan pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Shapiro (2003) mengatakan kebijakan dividen adalah : "dividend policy may be viewed as the trade off between retaining earning on the one hand paying out dividend an issuing new share on the other". Pendapat Shapiro dapat diartikan

bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan berlawanan antara pendapatan ditahan dengan pembayaran dividen dari saham.

Berdasarkan kedua pendapat tersebut, bahwa setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan dan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Semakin besar pembayaran dividen berarti semakin kecil laba yang ditahan untuk pembelanjaan perusahaan, yang berpengaruh pada tingkat pertumbuhan dan harga saham.

Menurut Brigham & Gapenski (2003) ada tiga teori kebijakan dividen yaitu : (1) *dividend irrelevance theory*, (2) teori "*bird-in- the hand*" dan (3) *Tax preference theory*.

1. Teori ketidakrelevanan dividen (*dividend irrelevance theory*)

Teori ini dikemukakan oleh Modigliani & Miller (1961), yang berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan, artinya tidak mempengaruhi nilai saham, nilai perusahaan atau biaya modalnya. Kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga saham perusahaan, tetapi nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* perusahaan dan tingkat risiko perusahaan. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Dividen tidak relevan karena tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki tingkat risiko yang sama.

Teori kebijakan dividen tidak ada yang optimal. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan yang lain. Teori kebijakan tidak relevan didasarkan pada asumsi-asumsi sebagai berikut :

- (a) Tidak terdapat pajak pendapatan perseorangan atau perusahaan,
- (b) Tidak terdapat biaya emisi saham baru dan biaya transaksi,

menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

Dividend payout ratio merupakan persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk kas adalah aspek utama dari kebijakan dividen perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan bagi pemegang saham (Horne; 1988). *Dividend payout ratio* ditentukan oleh besarnya *earnings* yang dihasilkan perusahaan tersebut dengan menggunakan *net earnings*. Besarnya *dividen payout ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut (Damodaran: 2001, p-661) :

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{EAT per share}} \dots\dots\dots(2.2)$$

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* dan rasio ini dapat digunakan sebagai alat untuk meramalkan pembayaran dividen di waktu yang akan datang. Dengan demikian bahwa makin tinggi *DPR* yang ditetapkan, makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali dalam perusahaan.

2.2.6. *Business Risk* (Risiko Bisnis)

Business risk adalah risiko ketidakpastian tingkat laba sebelum bunga dan pajak (*EBIT*) yang akan diperoleh. Perubahan *EBIT* dipengaruhi oleh banyak faktor yang salah satunya adalah *degree of operating leverage (DOI)*. Dalam hal ini, jika faktor lain dianggap tetap, maka *DOI* merupakan tolok ukur sensitivitas (perubahan) *EBIT* sebagai akibat perubahan penjualan. Dengan demikian semakin besar *DOL* berarti semakin besar pengaruh perubahan penjualan

terhadap *EBIT*. Artinya semakin besar *DOL*, maka semakin besar tingkat risiko. Faktor lain yang mempengaruhi risiko bisnis adalah variabilitas (ketidakpastian) penjualan. Perusahaan yang mempunyai biaya tetap yang tinggi dan tingkat penjualan relatif stabil akan mempunyai *DOL* yang tinggi, tetapi juga akan mempunyai *EBIT* yang relatif stabil namun memiliki risiko bisnis yang rendah. Selain itu, faktor yang juga berpengaruh terhadap risiko bisnis adalah ketidakpastian harga jual dan biaya variabel. Perusahaan yang mempunyai *DOL* rendah akan menanggung risiko bisnis yang tinggi jika harga jual dan biaya variabel sangat tidak pasti sepanjang waktu. *DOL* sebagai diproksi dari risiko bisnis, dihitung dengan rumus :

$$DOL_{it} = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta SR} \times 100\% \dots\dots\dots(2.3)$$

Keterangan :

DOL = *degree of operating leverage*

% Δ *EBIT* = persentase perubahan laba bersih sebelum

% Δ *Sales Revenue* = persentase perubahan pendapatan penjualan yang dimiliki perusahaan

2.2.7. Profitabilitas (*ROA*)

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas, misalnya pemegang saham akan melihat keuntungan yang akan diterima dalam bentuk dividen. Profitabilitas diukur dengan *retun on asset (ROA)*. *ROA* dirumuskan sebagai berikut :

$$ROA = \frac{EAT}{Total\ assets} \dots\dots\dots(2.4)$$

Keterangan :

EAT = *Earning after tax* perusahaan.

Total asset = Total aset yang dimiliki perusahaan.

2.2.8. *Growth* (Pertumbuhan Perusahaan)

Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan yang stabil seringkali tepat meramalkan pendapatannya di masa depan, sehingga dimungkinkan membayar dividen dalam persentase yang lebih besar. Tingkat pertumbuhan mempunyai pengaruh yang negatif dengan pendapatan yang akan dibagikan kepada investor, karena perusahaan yang mengutamakan pertumbuhan biasanya akan semakin banyak menahan labanya untuk ekspansi di perusahaannya.

Growth merupakan suatu usaha untuk mengukur pengaruh dari pembiayaan eksternal yang mahal. Perusahaan yang berkembang dengan cepat dapat mengurangi kebutuhan untuk menggunakan pembiayaan eksternal, dengan membayar dividen yang lebih rendah. Rozeff (1982), mengemukakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *growth* terhadap *dividend payout ratio*.

Pertumbuhan perusahaan dapat dihitung sebagai berikut (Jensen, Solberg dan Zorn ; 1992):

$$G_t = \frac{SR_t - SR_{t-1}}{SR_{t-1}} \dots\dots\dots(2.5)$$

Keterangan :

G_t = *growth sales* pada tahun t

SR_t = *sales revenue* untuk tahun t

SR_{t-1} = *sales revenue* untuk tahun t-1

2.2.9. *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Berdasarkan penelitian terdahulu telah mengemukakan bahwa ukuran perusahaan juga berpengaruh pada *insider ownership*. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan \ln asset, secara matematis dapat diformulasikan:

$$Size = \ln Total Asset \dots\dots\dots(2.6)$$

2.2.10. Hubungan antara *Insider Ownership* dengan Variabel Eksogen

Penelitian ini akan membahas dua determinan *insider ownership*, yaitu *business risk* dan *firm size*. Risiko bisnis merupakan indikator ketidakpastian laba yang akan diterima oleh pemegang saham. Pihak *insider* memiliki informasi mengenai kinerja dan risiko perusahaan, sehingga pada saat menghadapi peningkatan risiko, pihak *insider* mengendalikan persentase kepemilikan saham dalam jumlah kecil atau sebaliknya. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa *business risk* perusahaan yang tinggi akan meningkatkan nilai *insider ownership*, karena kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur hal ini disebabkan adanya *noise* yang diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Menurut Crutchley dan Hansen (1989), Jensen et al (1992), terdapat pengaruh positif antara risiko dengan *insider ownership*, walaupun hasil penelitian Jensen et al (1992) tidak signifikan, namun penelitian Crutchley dan Hansen (1989) menghasilkan estimasi positif dan signifikan. Peningkatan risiko menyebabkan perusahaan mengurangi pembayaran dividen dan jumlah hutang tetapi meningkatkan *insider ownership*. Peningkatan *insider ownership*, berarti mensenjajarkan kedudukan manajer dengan pemilik atau pemegang saham, sehingga manajer lebih bertanggungjawab terhadap kinerja perusahaan.

Hasil penelitian Jensen et al. (1992), menyatakan bahwa ukuran perusahaan akan mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *insider ownership*. Dalam hal ini, *insider ownership* akan lebih banyak pada perusahaan yang lebih kecil daripada perusahaan besar. Perusahaan yang mempunyai ukuran perusahaan besar, memiliki proporsi kepemilikan saham oleh para manajer relatif lebih kecil. Demzets dan Lehn (1985), mengemukakan beberapa argumen sebagai hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi di antara perusahaan-perusahaan. Secara umum manfaat *insider ownership* berhubungan dengan keuntungan manajer untuk mengontrol perusahaan.

Penolakan risiko oleh manajerial dan pembatasan atas kekayaan manajerial membatasi kemauan dan kemampuan manajer untuk menjadi pemilik (*owners*), sehingga akan membatasi suplai *insider ownership*. Para manajer yang enggan risiko (*risk averse*) akan mengambil suatu posisi yang lebih besar dalam suatu perusahaan apabila perusahaan tersebut menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi sehingga dapat mengkompensasi risiko. Pembatasan kekayaan manajerial membuat manajer merasa lebih berharga untuk mengambil bagian dalam mengontrol perusahaan besar oleh karena itu, kepemilikan manajerial seharusnya mempunyai hubungan terbalik dengan ukuran perusahaan.

2.2.11. Hubungan antara Kebijakan Hutang dengan Variabel Eksogen

Determinan kebijakan hutang (*debt policy*) terdiri dari *insider ownership*, *dividend*, *business risk*, profitabilitas. Menurut Friend dan Lang (1988), *insider ownership* memiliki hubungan kausal terbalik atau substitusi dengan hutang. Pada kepemilikan manajerial yang tinggi akan menurunkan penggunaan hutang karena,

penggunaan hutang tinggi menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*. Friend dan Lang (1988), menambahkan bahwa pihak internal yang menjadi pemegang saham mayoritas sedikit terdiversifikasi dan menginginkan insentif dalam jumlah besar untuk mengurangi risiko *financial*. Selain itu dijelaskan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi seharusnya memiliki *equity agency cost* rendah tetapi memiliki *debt agency cost* tinggi. Hal ini disebabkan insentif yang diberikan kepada manajer disejajarkan dengan pemilik daripada dengan kreditor. Kepemilikan manajerial tinggi menyebabkan peningkatan biaya keagenan hutang sehingga manajer mengurangi penggunaan hutang.

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

2.2.12. Hubungan Kebijakan Dividen dengan Variabel Eksogen

Determinan kebijakan dividen (*dividend policy*) terdiri dari *insider ownership*, kebijakan hutang, risiko, *profitabilitas*, *growth*. Menurut Rozeff (1982), *insider ownership* tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa mendatang dibiayai dari sumber internal. Apabila

sebagian besar pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manager maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manager berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff (1982), menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan kepemilikan manajerial yang besar membayar dividen dalam jumlah kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar.

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

Menurut Jensen Solberg dan Zorn (1992), terdapat pengaruh negatif antara tingkat hutang dengan dividen. Penggunaan hutang tinggi menyebabkan

perusahaan menurunkan pembayaran dividen dan sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Sebaliknya, penggunaan hutang rendah menyebabkan perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, sehingga mengalokasikan profit secara tepat untuk membayar dividen. Peningkatan dividen memberi kesempatan kepada perusahaan untuk mengeluarkan saham baru dipasar modal sebagai substitusi dari penggunaan hutang.

Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan *ROA* tinggi membagi dividen dalam jumlah besar. Sementara itu, tingkat pertumbuhan (*growth*) suatu perusahaan yang tinggi merupakan sinyal prediksi laba masa depan yang tinggi pula. Peluang pertumbuhan yang diinginkan perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan. Ada kecenderungan untuk membayar dividen dengan tingkat rendah atau menahan laba untuk diinvestasikan kembali dalam proyek-proyek perusahaan bagi perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi. Rozeff (1982), Jensen et al (1992), Dempsey dan Laber (1992) menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara tingkat pertumbuhan dan pembayaran dividen. Pendapat yang sama dijelaskan oleh *residual dividend theory* dan *investment opportunity schedule (IOS)*, yaitu dividen merupakan pengeluaran residual setelah digunakan untuk keperluan proyek yang menghasilkan NPV positif. Pada kondisi ini peningkatan kesempatan investasi menyebabkan peningkatan pertumbuhan sehingga menurunkan *DPR*.

2.2.13. Hubungan antara *Insider Ownership*, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen

Interaksi antara kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *insider ownership* dapat dihubungkan dengan informasi asimetri antara pihak *insider* (manajer) dengan para investor. Informasi-informasi tersebut mencakup informasi prospek-prospek perusahaan, usaha para manajer dan penggunaan penghasilan tambahan. Dengan meningkatkan *insider ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan hutang diharapkan dapat mengurangi *agency problem* yang terjadi di perusahaan.

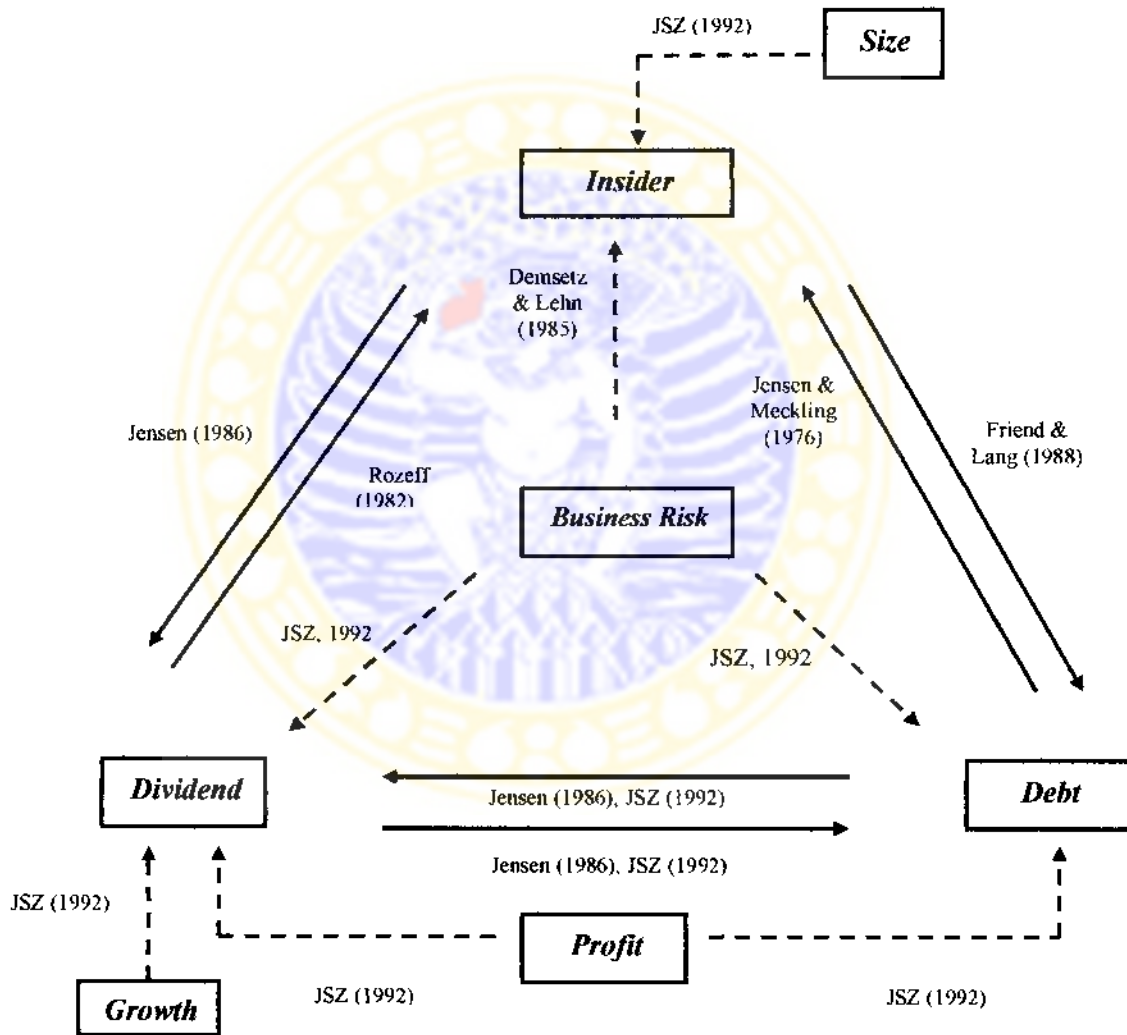
Leland dan Pyle (1977), Kim dan Sorenson (1986) memprediksikan suatu pengaruh positif antara *insider ownership* dan hutang. Fried dan Hasbrouck (1987) dan Fried dan Lang (1988) menghipotesiskan bahwa biaya-biaya kebangkrutan menimbulkan suatu pengaruh negatif antara hutang dan *insider ownership*. Bukti empiris tentang pengaruh antara dividen dan *insider ownership* masih belum banyak dilakukan. Rozeff (1982) menemukan suatu pengaruh negatif antara *insider ownership* dan pembayaran dividen di antara perusahaan-perusahaan.

BAB 3

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1. Kerangka Konseptual

Berdasarkan latar belakang, penelitian terdahulu dan kajian teori yang telah dibahas pada bab sebelumnya, maka kerangka konseptual dari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 3.1 Kerangka Konseptual

Keterangan Gambar :

----- = Variabel kontrol. ————— = Variabel endogen & eksogen

3.2. Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, landasan teori dan kerangka konseptual penelitian yang dirumuskan, maka hipotesis yang diajukan adalah terdapat interdependensi antara *insider ownership*, *debt*, dan *dividend* perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ.



BAB 4

MATERI DAN METODE PENELITIAN

4.1. Rancangan Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan analisis kuantitatif. Penelitian dilakukan untuk mengkaji karakteristik perusahaan (*business risk, profit, growth, size*) terhadap *insider ownership, debt* dan kebijakan *dividen* secara simultan. Untuk analisis digunakan *pooling the data* yaitu, penggabungan data *time series* dan *cross section* pada perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) periode tahun 2000-2004. Untuk menjelaskan pengaruh simultan antara variabel endogen terhadap variabel eksogen digunakan model analisa *two stage least square* (2 - SLS).

4.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang telah *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pengambilan sampel dilakukan pendekatan *non-probability random sampling* dengan metode *purposive sampling*, yaitu mengambil sampel bersifat tidak acak, sampel dipilih berdasarkan pertimbangan tertentu sesuai dengan tujuan penelitian.

Adapun pertimbangan penentuan sampel dalam penelitian ini adalah :

- a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode penelitian yaitu tahun 2000-2004.

- b. Perusahaan-manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memiliki data mengenai *insider ownership*, *debt* dan *dividend payout ratio*.
- c. Tidak memiliki *dividend payout ratio* yang negatif atau lebih besar dari 100.

Berdasarkan pertimbangan tersebut, jumlah perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, yang membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2000-2004 sebanyak 16 perusahaan. Dengan demikian jumlah observer dalam penelitian ini sebanyak 80.

4.3. Variabel Penelitian

Variabel endogen dalam penelitian ini terdiri dari *insider ownership*, *debt*, dan *dividend*, namun selain sebagai variabel endogen, ketiga variabel tersebut juga sebagai variabel eksogen. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *business risk*, *size*, *profitability*, dan *growth*. Ringkasan variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut :

Tabel 4.1. Variabel Penelitian

Persamaan	Variabel endogen	Variabel eksogen	Variabel kontrol
1	<i>insider ownership</i>	<i>debt</i> dan <i>dividend</i>	<i>business risk</i> , dan <i>size</i> .
2	<i>debt</i>	<i>insider ownership</i> dan <i>dividend</i>	<i>business risk</i> , dan <i>profitability</i>
3	<i>dividen</i>	<i>insider ownership</i> dan <i>debt</i> ,	<i>business risk</i> , <i>profitabilty</i> dan <i>growth</i>

4.4. Definisi Operasional Variabel dan pengukuran variabel

Definisi operasional dari masing-masing variabel penelitian ini sebagai berikut :

1. *Insider ownership*, merupakan para pejabat perusahaan, anggota dewan direksi, individu maupun institusional yang memiliki kepemilikan saham lebih dari 10%.
2. Hutang, menunjukkan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Hutang diukur dengan perbandingan antara total hutang dengan total aktiva atau dapat dihitung dengan rumus :

$$Debt_{it} = \frac{\text{Jumlah total hutang}_{it}}{\text{Total asset}_{it}} \times 100\% \quad \dots\dots\dots(4.1)$$

Keterangan :

$Debt_{it}$ = Hutang perusahaan i pada akhir tahun t.

Jumlah total hutang_{it} = Jumlah total hutang perusahaan i pada akhir tahun t.

Total asset_{it} = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada akhir tahun t.

3. *Dividen payout ratio (DPR)*, menunjukkan perbandingan besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan dari pendapatan bersih setelah pajak kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*, yang dihitung dengan rumus :

$$DPR_{it} = \frac{\text{Dividend per share}_{it}}{\text{EAT per share}_{it}} \times 100\% \quad \dots\dots\dots(4.2)$$

Keterangan :

DPR_{it} = DPR perusahaan i pada akhir tahun t

$Dividend per share_{it}$ = dividen dibayarkan oleh perusahaan i pada akhir tahun t pada setiap lembar saham.

$EAT per share_{it}$ = besarnya *earning per share* perusahaan i pada akhir tahun t.

4. *Business risk*, merupakan risiko yang timbul karena keputusan investasi perusahaan, diukur dengan *degree of operating leverage (DOL)* yang dihitung

dengan rumus :

$$DOL_{it} = \frac{\% \Delta EBIT_{it}}{\% \Delta SR_{it}} \times 100\% \dots\dots\dots(4.3)$$

Keterangan :

DOL_{it} = *degree of operating leverage* perusahaan ini i pada akhir tahun t
 $\% \Delta EBIT_{it}$ = persentase perubahan laba bersih sebelum pajak perusahaan i pada akhir tahun t

$\% \Delta Sales Revenue_{it}$ = persentase perubahan pendapatan penjualan yang dimiliki perusahaan i pada tahun t.

5. *Profitability*, menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba, yang diukur dengan *retun on asset (ROA)*. *Profitability* dihitung rumus sebagai berikut :

$$ROA_{it} = \frac{EAT_{it}}{Total\ assets_{it}} \times 100\% \dots\dots\dots(4.4)$$

Keterangan :

ROA_{it} = *retun on asset* perusahaan i pada akhir tahun t.

EAT_{it} = *Earning after tax* perusahaan i pada akhir tahun t.

$Total\ asset_{it}$ = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada akhir tahun t.

6. *Growth*, merupakan prosentase pertumbuhan *sales revenue* perusahaan selama periode penelitian. Untuk menghitung *growth* digunakan rumus berikut :

$$G_{it} = \frac{SR_{it} - SR_{it-1}}{SR_{it-1}} \times 100\% \dots\dots\dots(4.5)$$

Keterangan :

G_{it} adalah *growth sales* perusahaan i pada tahun t

SR_{it} adalah *sales revenue* perusahaan i untuk tahun t

SR_{it-1} adalah *sales revenue* perusahaan i untuk tahun t-1

7. *Firm Size* menunjukkan besar kecilnya ukuran perusahaan yang diukur dengan ln aset perusahaan. Rumus yang digunakan adalah :

$$Size_{it} = \ln Assets_{it} \dots\dots\dots(4.6)$$

Keterangan :

$Size_{it}$ = Ukuran perusahaan perusahaan i pada akhir tahun t

$Total\ asset_{it}$ = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada akhir tahun t .

4.5. Jenis Data dan Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan tahun 2000-2004 yang dimuat dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Data dikumpulkan dengan metode dokumentasi.

4.6. Teknik Analisis

Tahap-tahap yang dilakukan dalam analisis data adalah :

1. Menghitung variabel-variabel penelitian
2. Melakukan identifikasi persamaan

Di dalam model persamaan simultan sebelum melakukan estimasi parameter dengan metode 2-SLS (*two stage least square*), model harus memenuhi *order condition*. Berdasarkan kriteria maka dalam mengestimasi parameter dengan metode 2-SLS (*two stage least square*), model harus pada kondisi *over identified* atau *exactly identified*.

Formulasi dari kriteria identifikasi adalah : $(K - k) \geq (m - 1)$

Keterangan :

K = Jumlah variabel dalam model

k = Jumlah variabel eksogen dan endogen pada persamaan pertama

m = Jumlah persamaan

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

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

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

Identifikasi mengenai *order condition* dari ketiga persamaan yang digunakan dalam model penelitian dapat dilihat pada tabel 4.2.

Tabel 4.2. Pengujian Identifikasi Persamaan

Variabel Endogen	(K - k)	(m - 1)	Hasil	Keterangan
Insider Ownership	(7 - 5)	(3 - 1)	2=2	<i>exactly identified</i>
Debt	(7 - 5)	(3 - 1)	2=2	<i>exactly identified</i>
Dividen	(7 - 5)	(3 - 1)	2=2	<i>exactly identified</i>

3. Analisis dengan 2-SLS

Berdasarkan tabel 4.2, diketahui bahwa persamaan *insider ownership*, *debt* dan *dividen* pada kondisi *exactly identified*. Berdasarkan identifikasi pada *order condition*, maka penelitian ini menerapkan metode 2- SLS (*two stage least square*) dengan bantuan program *SPSS Release 9.0*. Berikut merupakan persamaan-persamaan simultan yang akan diestimasi dalam penelitian ini :

$$Insider_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 Debt_{it} + \beta_2 Dividend_{it} + \beta_3 Business\ risk_{it} + \beta_4 Ln\ Size_{it} + \mu_{1it}$$

$$Debt_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Dividend_{it} + \beta_3 Business\ risk_{it} + \beta_4 profit_{it} + \mu_{2it}$$

$$Dividend_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Debt_{it} + \beta_3 Business\ risk_{it} + \beta_4 Profit_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \mu_{3it}$$

Keterangan :

$Insider_{it}$ = *insider ownership* perusahaan i pada akhir tahun t
 $Debt_{it}$ = hutang perusahaan i pada akhir tahun t
 $Dividend_{it}$ = dividen perusahaan i pada akhir tahun t
 $Business\ risk_{it}$ = risiko bisnis perusahaan i pada akhir tahun t

$Size_{it}$	= ukuran perusahaan perusahaan i pada akhir tahun t
$Profit_{it}$	= profitabilitas perusahaan i pada akhir tahun t
$Growth_{it}$	= pertumbuhan perusahaan perusahaan i pada akhir tahun t
μ_1, μ_2, μ_3	= <i>error terms</i>

4. Melakukan uji hipotesis

a. Uji-t (secara parsial) adalah menguji pengaruh masing-masing variabel eksogen terhadap variabel endogen.

$H_0 : \beta_i = 0$, artinya variabel eksogen tidak mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap variabel endogen.

$H_a : \beta_i \neq 0$, artinya variabel eksogen mempunyai pengaruh terhadap variabel endogen.

Jika Probabilitas $< \alpha$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima

Jika Probabilitas $> \alpha$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak

b. Uji-F (Secara serentak), yaitu untuk menguji secara serentak koefisien variabel eksogen mempunyai pengaruh atau tidak terhadap variabel endogen.

$H_0 : \beta_i = 0$, artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama (serentak) dari seluruh variabel eksogen terhadap variabel endogen.

H_a : minimal dari salah satu $\beta_i \neq 0$

Jika Probabilitas $< \alpha$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima

Jika Probabilitas $> \alpha$ maka H_0 diterima dan H_a ditolak

5. Menghitung koefisien determinasi R^2 , koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabilitas variabel eksogen mempengaruhi variabel endogen. Semakin besar nilai R^2 , berarti semakin besar variabilitas variabel-variabel eksogen yang dapat menjelaskan variabel endogen.



BAB 5

ANALISIS HASIL PENELITIAN

5.1. Gambaran Umum Perusahaan

Berdasarkan metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini jumlah perusahaan manufaktur *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang memenuhi syarat sebagai sampel sebanyak 16 perusahaan. Dengan periode penelitian selama 5 tahun dengan menggunakan *pooling data* sebanyak 80 observasi. Adapun perusahaan yang memenuhi syarat tampak pada tabel 5.1.

Tabel 5.1. Nama-Nama Perusahaan Sampel

No.	Nama Perusahaan	Sub Industri
1.	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	<i>Food and Beverages</i>
2.	PT. Delta Djakarta Tbk	<i>Food and Beverages</i>
3.	PT. Fast Food Indonesia Tbk	<i>Food and Beverages</i>
4.	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	<i>Food and Beverages</i>
5.	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	<i>Food and Beverages</i>
6.	PT. Gudang Garam Tbk	<i>Tobacco Manufactures</i>
7.	PT. HM Sampoerna Tbk	<i>Tobacco Manufactures</i>
8.	PT. Lautan Luas Tbk	<i>Chemical and Allied Products</i>
9.	PT. Ekadharma Tape Industries Tbk	<i>Adhesive</i>
10.	PT. Intanwijaya International Tbk	<i>Adhesive</i>
11.	PT. Lion Metal Works Tbk	<i>Metal and Allied Products</i>
12.	PT. Andhi Chandra Tbk	<i>Automotive and Allied Products</i>
13.	PT. Goodyear Indonesia Tbk	<i>Automotive and Allied Product</i>
14.	PT. Tunas Ridean Tbk	<i>Automotive and Allied Products</i>
15.	PT. Dankos Laboratories Tbk	<i>Pharmaceuticals</i>
16.	PT. Unilever Indonesia Tbk	<i>Consumer goods</i>

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2001-2005*

Berdasarkan tabel 5.1 tampak bahwa perusahaan-perusahaan yang memenuhi syarat sebagai sampel, dapat dikelompokkan ke dalam 8 (delapan) kelompok sub-

industri manufaktur. Jumlah perusahaan terbanyak masuk dalam sub-industri *food and beverages*.

5.2. Deskripsi Variabel Penelitian

Berikut ini akan dijelaskan deskripsi dari masing-masing variabel penelitian perusahaan sampel.

5.2.1. Insider Ownership

Variabel *insider ownership* yang diukur dari proporsi kepemilikan saham oleh pejabat perusahaan, anggota dewan direksi, individu maupun institusional yang memiliki kepemilikan saham lebih dari 10%, tampak seperti tabel 5.2.

Tabel 5.2. Insider Ownership Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Tahun					Rata-rata tahun (%)
		2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	75.30	90.99	90.99	90.99	90.99	87.85
2	PT. Delta Djakarta Tbk	82.00	79.00	84.60	84.60	84.60	82.96
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	89.00	89.00	89.00	89.00	89.00
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	61.08	48.00	45.89	51.53	51.53	51.60
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37	83.37
6	PT. Gudang Garam Tbk	73.87	73.87	63.86	73.86	73.86	71.86
7	PT. HM Sompoerna Tbk	26.05	34.38	34.38	34.38	34.38	32.71
8	PT. Lautan Luas Tbk	66.67	66.67	66.67	66.67	66.67	66.67
9	PT. Ekadharna Tape Industries	72.82	72.82	72.82	72.82	73.26	72.91
10	PT. Intanwijaya International Tbk	68.73	68.73	60.20	96.15	37.11	66.18
11	PT. Lion Metal Works Tbk	68.01	57.88	57.88	57.88	57.88	59.91
12	PT. Andhi Chandra Tbk	65.00	65.00	64.93	64.93	64.93	64.96
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00
14	PT. Tunas Ridean Tbk	77.90	77.90	77.90	81.17	85.85	80.71
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	71.46	71.46	80.09	80.09	81.25	76.87
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	85.00	85.00	85.00	85.00	68.03	81.61
	Rata-rata Perusahaan	71.56	71.82	71.41	74.84	71.75	72.14
	Minimum	26.05					
	Maximum	96.15					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Berdasarkan tabel 5.2 menunjukkan bahwa kepemilikan saham oleh pihak *insider* dengan rata-rata tahunan tertinggi selama 5 (lima) tahun (2000-2004) dicapai oleh PT. Fast Food Indonesia Tbk, sedangkan rata-rata tahun yang paling rendah diperoleh PT. HM Sampoerna. Pada tabel juga tampak bahwa rata-rata proporsi kepemilikan saham oleh pihak *insider* selama 5 tahun relatif stabil, yaitu berkisar antara 71,41% sampai dengan 74,84%. Walaupun secara langsung manajer tidak memiliki saham dalam proporsi yang signifikan, namun karena hubungannya dengan *shareholder* yang lain (baik sebagai anggota keluarga, perusahaan afiliasi dan anak perusahaan), maka dapat dikatakan perusahaan di Indonesia kepemilikannya terkonsentrasi. Pada kepemilikan *insider*, atau lainnya sebagian kecil sahamnya dimiliki oleh publik.

5.2.2. Debt

Deskripsi variabel *debt* yang dihitung dengan besarnya persentase hutang terhadap total aset perusahaan dapat dilihat pada tabel 5.3, menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki rasio hutang terhadap total aktiva dengan rata-rata tahunan tertinggi selama 5 (lima) tahun dicapai oleh PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, sedangkan perusahaan manufaktur yang memiliki rasio hutang terhadap total aktiva rata-rata tahunan terendah dimiliki oleh PT. Andhi Chandra Tbk. Hal ini menunjukkan bahwa PT. Indofood Sukses Makmur Tbk yang bergerak di bidang makanan dan minuman dengan risiko bisnis yang rendah cenderung lebih banyak menggunakan utang untuk mendanai aktivitya, sedangkan PT. Andhi

Chandra Tbk yang bergerak dalam bidang industri otomotif memiliki risiko bisnis yang tinggi lebih banyak menggunakan modal sendiri

Tabel 5.3. Debt Ratio Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	Rata-rata tahun (%)
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	63.70	67.89	58.87	48.26	46.11	56.97
2	PT. Delta Djakarta Tbk	41.50	25.91	19.58	19.34	22.21	25.71
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	55.56	50.54	44.05	40.88	39.69	46.14
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	75.64	72.56	70.24	68.93	67.99	71.84
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	50.39	43.62	40.44	44.45	52.65	46.31
6	PT. Gudang Garam Tbk	43.64	39.04	37.16	36.73	40.76	39.47
7	PT. HM Somporna Tbk	55.17	56.06	45.25	41.16	5.52	40.63
8	PT. Lautan Luas Tbk	50.54	48.89	50.76	63.09	62.91	55.24
9	PT. Ekadharna Tape Industries	24.86	22.09	16.69	18.15	15.14	19.39
10	PT. Intanwijaya International Tbk	19.02	13.74	15.49	14.28	14.73	15.45
11	PT. Lion Metal Works Tbk	19.98	14.33	12.54	15.84	17.85	16.11
12	PT. Andhi Chandra Tbk	13.80	11.31	14.05	16.58	20.30	15.21
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	38.18	33.67	30.27	32.20	35.09	33.88
14	PT. Tunas Ridean Tbk	64.60	67.41	62.13	67.86	72.76	67.54
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	66.68	64.56	57.09	51.51	45.36	57.04
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	36.74	35.56	34.04	38.40	36.81	36.31
	Rata-rata Perusahaan	45.00	41.70	38.04	38.60	37.24	40.20
	Minimum	5.52					
	Maximum	75.64					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Jika dilihat dari rata-rata perusahaan, tampak bahwa rasio hutang terhadap total aktiva perusahaan manufaktur mengalami penurunan. Hal tersebut menggambarkan bahwa perusahaan melakukan restrukturisasi dalam kebijakan pembelanjaan.

5.2.3. Dividend Payout Ratio (DPR)

Besarnya *dividend payout ratio* yang menggambarkan kebijakan dividen perusahaan dapat dilihat pada tabel 5.4.

Tabel 5.4. Dividen Payout Ratio Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Tahun					Rata2 tahun (%)
		2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	17.11	17.13	17.12	16.65	16.95	16.99
2	PT. Delta Djakarta Tbk	13.97	14.36	14.29	14.88	14.48	14.40
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	1.88	18.96	18.96	19.68	22.40	16.38
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	5.10	30.67	32.74	43.81	22.40	28.08
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	18.37	82.61	76.72	78.05	73.25	65.80
6	PT. Gudang Garam Tbk	42.89	27.65	27.66	31.39	53.74	36.67
7	PT. HM Somporna Tbk	32.03	11.78	13.46	38.39	60.51	31.23
8	PT. Lautan Luas Tbk	9.80	24.69	20.05	20.40	25.54	20.10
9	PT. Ekadharna Tape Industries Tbk	55.03	67.35	53.69	10.30	50.01	47.28
10	PT. Intanwijaya International Tbk	25.21	28.58	34.02	42.13	38.26	33.64
11	PT. Lion Metal Works Tbk	16.10	26.61	30.66	37.30	22.08	26.55
12	PT. Andhi Chandra Tbk	23.04	92.75	56.60	143.49	39.35	71.04
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	11.01	41.96	37.38	41.32	38.39	34.01
14	PT. Tunas Ridean Tbk	16.16	19.32	30.36	20.38	24.66	23.68
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	39.21	30.20	19.17	7.11	4.62	20.06
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	6.47	30.11	39.00	47.07	41.57	32.84
	Rata-rata Perusahaan	20.84	35.30	32.62	38.27	35.67	32.421
	Minimum	1.88					
	Maximum	143.49					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Berdasarkan tabel 5.4, menunjukkan bahwa selama 5 tahun perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* dengan rata-rata tahunan tertinggi adalah PT. Andhi Candra Tbk, sedangkan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* dengan rata-rata tahunan yang paling rendah adalah PT. Delta Djakarta Tbk. Jika dilihat dari rata-rata perusahaan, tampak bahwa *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur berfluktuasi dari tahun ke tahun. Hal ini mengindikasikan perusahaan mengambil kebijakan dividen yang tidak stabil.

5.2.4. Business Risk

Besar kecilnya risiko bisnis, yang diukur dengan *degree of operating leverage (DOI)* perusahaan dapat dilihat pada tabel 5.5 berikut ini :

Tabel 5.5. Business Risk Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Tahun					Rata2 tahun (%)
		2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	12.2	9.6	10.3	8.0	10.9	10.2
2	PT. Delta Djakarta Tbk	8.7	10.6	9.5	7.7	9.2	9.1
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	13.7	9.1	11.3	8.8	0.9	8.8
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	4.3	9.9	9.9	5.8	5.8	7.5
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	11.0	10.8	14.1	10.8	8.9	11.1
6	PT. Gudang Garam Tbk	9.0	8.7	9.0	7.8	8.5	8.6
7	PT. HM Sampoerna Tbk	8.3	10.1	11.1	13.8	10.9	10.8
8	PT. Lautan Luas Tbk	7.3	11.9	1.4	6.9	16.3	8.7
9	PT. Ekadharma Tape Industries Tbk	13.2	11.1	5.8	4.0	3.4	7.5
10	PT. Intanwijaya International Tbk	8.9	9.2	14.0	9.9	15.4	11.5
11	PT. Lion Metal Works Tbk	10.3	8.5	9.2	10.0	12.3	10.1
12	PT. Andhi Chandra Tbk	9.5	9.8	10.7	8.8	9.0	9.6
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	24.9	4.5	2.2	9.4	11.1	10.4
14	PT. Tunas Ridcan Tbk	6.98	8.2	7.7	10.4	5.6	9.2
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	8.7	9.6	10.4	12.2	12.8	10.7
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	11.7	9.4	9.6	11.0	10.5	10.4
	Rata-rata perusahaan	10.8	9.4	9.1	9.1	10.0	9.6
	Minimum 0.92						
	Maximum 24.87						

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Berdasarkan tabel 5.5, menunjukkan selama tahun 2000-2004 perusahaan yang memiliki risiko bisnis rata-rata tahunan tertinggi yaitu PT. Intanwijaya International Tbk, sedangkan perusahaan yang memiliki risiko bisnis dengan rata-rata tahunan yang paling rendah yaitu PT. Indofood Sukses Makmur Tbk dan PT. Ekadharma Tape Industries Tbk. Jika dilihat dari rata-rata perusahaan, mulai dari tahun 2000 sampai tahun 2003, risiko bisnis perusahaan manufaktur mengalami penurunan, sedangkan rata-rata risiko bisnis perusahaan pada tahun 2004 mengalami kenaikan.

5.2.5. Size

Size (ukuran) perusahaan, yang diukur dengan ln total asset, disajikan pada tabel 5.6 Berdasarkan rata-rata ukuran masing-masing perusahaan selama 5 tahun, perusahaan yang memiliki rata-rata ukuran tertinggi adalah PT. Gudang Garam Tbk, sedangkan ukuran perusahaan dengan rata-rata terendah adalah PT. Ekadharna Tape Industries Tbk. Berdasarkan ukuran rata-rata perusahaan, tampak bahwa ukuran perusahaan manufaktur dari tahun ke tahun tidak banyak mengalami perkembangan. Hal ini terjadi karena kondisi bisnis dan ekonomi yang belum membaik serta masih banyak perusahaan beroperasi di bawah kapasitas.

Tabel 5.6. Size Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	2000	2001	2002	2003	2004	Rata2 Tahun
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	26.56	26.96	27.01	26.98	27.23	26.95
2	PT. Delta Djakarta Tbk	26.68	26.57	26.63	26.71	26.84	26.69
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	25.95	26.07	26.22	26.36	26.50	26.22
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	30.16	30.19	30.36	30.36	26.36	26.15
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	26.80	26.97	26.89	26.90	27.05	26.92
6	PT. Gudang Garam Tbk	30.01	30.23	30.37	30.48	30.66	30.35
7	PT. HM Sampoerna Tbk	29.77	29.88	29.92	29.95	30.08	29.92
8	PT. Lautan Luas Tbk	27.27	27.36	27.53	27.84	27.99	27.60
9	PT. Ekadharna Tape Industries Tbk	24.79	24.81	24.79	24.83	24.87	24.82
10	PT. Intanjaya International Tbk	25.75	25.81	25.82	25.85	25.92	25.83
11	PT. Lion Metal Works Tbk	25.37	25.33	25.41	25.51	25.71	25.47
12	PT. Andhi Chandra Tbk	25.57	25.64	25.65	25.72	25.70	25.66
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	26.73	26.69	26.68	26.68	26.81	26.72
14	PT. Tunas Ridean Tbk	27.74	27.74	27.74	28.03	28.41	27.98
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	26.90	27.07	27.22	27.44	27.68	27.26
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	28.44	28.62	28.76	28.86	28.93	28.72
	Rata-rata Perusahaan	27.14	27.25	27.31	27.41	27.55	27.33
	Minimum	24.79					
	Maximum	30.66					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

5.2.6. Profitability

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba yang diukur dengan *ROA* tampak pada tabel 5.7, menunjukkan bahwa dari 16 perusahaan manufaktur, perusahaan yang memiliki profitabilitas rata-rata tahunan tertinggi adalah PT. Unilever Indonesia Tbk, sedangkan perusahaan yang memiliki profitabilitas rata-rata tahun terendah adalah PT. Lautan Luas Tbk.

Tabel 5.7. Profitability Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Tahun					Rata2 tahun (%)
		2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	11.28	9.35	12.32	11.86	13.66	11.69
2	PT. Delta Djakarta Tbk	8.91	12.87	12.19	9.58	8.50	10.41
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	13.99	12.32	15.41	12.93	11.11	13.15
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	5.15	5.75	5.26	3.94	2.41	5.03
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	21.61	21.99	17.90	18.68	15.45	19.13
6	PT. Gudang Garam Tbk	20.69	15.52	13.51	10.60	8.69	13.80
7	PT. HM Sampoerna Tbk	11.89	10.09	17.02	13.80	17.23	14.01
8	PT. Lautan Luas Tbk	7.95	6.42	2.16	0.62	3.64	4.16
9	PT. Ekadharna Tape Industries Tbk	10.44	10.01	10.72	7.14	7.09	9.08
10	PT. Intanwijaya International Tbk	13.22	13.64	3.02	4.73	6.57	8.24
11	PT. Lion Metal Works Tbk	11.72	11.72	10.97	10.47	16.05	12.19
12	PT. Andhi Chandra Tbk	9.18	11.38	8.38	9.47	14.10	10.50
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	9.17	3.01	3.95	3.84	5.67	5.13
14	PT. Tunas Ridean Tbk	7.13	7.13	6.62	5.52	7.01	6.57
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	9.45	10.38	14.10	15.19	18.38	13.50
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	36.08	33.07	31.64	37.96	40.08	35.77
	Rata-rata Perusahaan	13.29	12.16	11.57	11.02	12.23	12.02
	Minimum	0.62					
	Maximum	40.08					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Jika dilihat dari rata-rata perusahaan tampak bahwa perkembangan profitabilitas perusahaan manufaktur mengalami penurunan dari tahun 2000 sampai tahun 2003, tetapi tahun 2004 kembali mengalami peningkatan walaupun hanya sebesar 1,21% dari tahun sebelumnya.

5.2.7. Growth

Pertumbuhan (*growth*) perusahaan, yang diukur dengan pertumbuhan penjualan perusahaan dapat dilihat pada tabel 5.8. berikut ini :

Tabel 5.8. Growth Perusahaan Manufaktur Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Tahun					Rata2 tahun (%)
		2000 (%)	2001 (%)	2002 (%)	2003 (%)	2004 (%)	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	51.03	61.15	45.76	22.41	40.76	44.2
2	PT. Delta Djakarta Tbk	39.42	35.15	7.71	26.01	33.80	28.4
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk	37.96	57.50	37.43	28.19	28.84	38.0
4	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	26.99	32.29	29.44	25.53	25.53	28.6
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	41.80	29.13	12.17	20.77	43.31	29.4
6	PT. Gudang Garam Tbk	34.88	37.09	33.52	27.50	21.99	31.0
7	PT. HM Sampoerna Tbk	52.31	57.25	24.55	14.00	37.25	37.1
8	PT. Lantan Luas Tbk	45.86	43.65	24.13	30.00	52.53	39.2
9	PT. Ekadharna Tape Industries Tbk	5.24	14.93	10.91	25.52	14.22	14.2
10	PT. Intanwijaya International Tbk	3.33	43.77	1.64	90.31	24.73	32.8
11	PT. Lion Metal Works Tbk	59.80	30.10	41.99	22.34	43.27	39.5
12	PT. Andhi Chandra Tbk	95.78	50.33	0.60	28.13	48.88	44.7
13	PT. Goodyear Indonesia Tbk	13.37	32.01	11.98	21.53	47.42	25.3
14	PT. Tunas Ridean Tbk	30.94	30.94	21.00	27.45	41.34	30.2
15	PT. Dankos Laboratories Tbk	58.42	60.58	56.52	28.81	31.30	47.1
16	PT. Unilever Indonesia Tbk	33.88	40.44	33.67	32.80	27.60	33.7
	Rata-rata perusahaan	40.0	41.0	24.6	29.5	34.7	34.0
	Minimum	0.60					
	Maximum	95.78					

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2001-2005, diolah

Pada tabel 5.8, menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan rata-rata tahunan tertinggi selama 5 (lima) tahun adalah PT. Dankos Laboratories Tbk, sedangkan perusahaan yang mengalami tingkat pertumbuhan rata-rata tahun yang paling rendah yaitu PT. Ekadharna Tape Industries Tbk. Apabila dilihat rata-rata perusahaan dari tahun ke tahun, tampak bahwa pertumbuhan penjualan perusahaan mengalami penurunan dari tahun 2000 sampai tahun 2003, tapi pada tahun 2004 mengalami kenaikan 5,2 % dari tahun sebelumnya.

5.3. Analisis Hasil Penelitian

Persamaan simultan merupakan model yang dikembangkan untuk mengetahui pengaruh simultan, *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen serta karakteristik perusahaan. Persamaan simultan tersebut diestimasi dengan metode *two stage least square* (2-SLS).

5.3.1 Pengaruh *Debt*, *Dividend*, *Business Risk* dan *Size* terhadap *Insider Ownership*

Hasil ringkasan 2-SLS dengan menggunakan pengolahan data *SPSS Release 9.0 for windows*, adalah sebagai berikut :

Tabel 5.9.
Hasil Ringkasan (2-SLS)
Pengaruh *Debt*, *Dividend*, *Business Risk* dan *Size* terhadap *Insider Ownership*

Variabel	Koefisien β	t-Statistic	Prob.
<i>Debt</i>	0.164317	1.650	0.1033
<i>Dividend</i>	-0.021030	-0.251	0.8024
<i>Business Risk</i>	0.275221	0.833	0.4077
<i>Size</i>	-4.860465	-4.525	0.0000
R ² = 0.23053			
R ² adj = 0.18837			
F-Statistic = 5.46762			
Prob. F-statistic = 0.0007			

Sumber : data olah SPSS 9.0

Berdasarkan tabel 5.9, menunjukkan bahwa *dividend*, dan *size* berpengaruh negatif terhadap *insider ownership*, sedangkan variabel *debt* dan *business risk* pengaruhnya positif terhadap *insider ownership*. Hal ini berarti bahwa jika variabel *dividend* dan *size* naik satu satuan, maka *insider ownership* akan turun satu satuan demikian juga sebaliknya. Hal yang berbeda terjadi pada variabel *debt* dan *business*

risk yang mempunyai pengaruh positif terhadap *insider ownership*, artinya jika variabel *debt* dan *business risk* naik satu satuan, maka *insider ownership* akan mengalami kenaikan, demikian juga sebaliknya apabila *debt* dan *business risk* turun, maka *insider ownership* akan mengalami penurunan. Berdasarkan hasil analisis tersebut juga tampak bahwa secara parsial hanya variabel *size* yang pengaruhnya signifikan (0,0000) terhadap *insider ownership*, sedangkan variabel *debt*, *dividend*, dan *business risk* pengaruhnya tidak signifikan terhadap *insider ownership*.

Berdasarkan hasil uji F-value memiliki probabilitas $0.0007 < 0,05$, berarti variabel eksogen yang terdiri dari *debt*, *dividend*, *business risk* dan *size* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *insider ownership*.

Nilai koefisien determinasi sebesar $R^2 = 23,05\%$, hal ini berarti 23,05% perubahan dalam variabel endogen (*insider ownership*) mampu dijelaskan oleh variabel eksogen. Dengan kata lain 23,05% perubahan variabel *insider ownership* perusahaan sampel mampu dijelaskan oleh variabel *debt*, *dividend*, *business risk*, dan *size*, sedangkan sisanya 76,95% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan penelitian ini.

5.3.2. Pengaruh *Insider Ownership*, *Dividend*, *Business Risk*, dan *Profitability* terhadap *Debt*

Berdasarkan tabel 5.10, menunjukkan bahwa variabel *insider ownership*, *dividend*, dan *profitabilitas* berpengaruh negatif terhadap *debt*, sedangkan variabel *business risk* berpengaruh positif terhadap *debt*. Hal ini berarti bahwa jika variabel

insider ownership, *dividend*, dan *profitabilitas* naik, maka *debt* akan turun. *Business risk* berpengaruh positif terhadap *debt* artinya jika terjadi kenaikan pada *business risk*, maka variabel *debt* juga akan mengalami kenaikan. Hasil analisis juga menunjukkan bahwa secara parsial hanya variabel *dividend* yang mempunyai pengaruh signifikan (0,0305) terhadap *debt*, sedangkan variabel *insider ownership*, *business risk* dan *profit* pengaruhnya tidak signifikan terhadap *debt*.

Tabel 5.10
Hasil Ringkasan (2-SLS)
Pengaruh *Insider Ownership*, *Dividend*, *Business Risk* dan *Size*
terhadap *Debt*

Variabel	Koefisien β	t-Statistic	Prob.
<i>Insider Ownership</i>	-0.086846	-0.611	0.5429
<i>Dividend</i>	-0.246355	-2.207	0.0305
<i>Business Risk</i>	0.639505	1.433	0.1560
<i>Profit</i>	-0.153034	-5.64	0.5742
$R^2 = 0.12128$ $R^2 \text{ adj} = 0.07313$ F-Statistic = 2.51879 Prob. F-statistic = 0.0484			

Sumber : data olah SPSS 9.0

Berdasarkan hasil uji F-value memiliki probabilitas sebesar $0.0484 < 0,05$, berarti variabel eksogen *insider ownership*, *dividend*, *business risk* dan *profitability* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *debt*.

R^2 atau *R square* merupakan koefisien determinasi, menunjukkan besarnya variabilitas hutang perusahaan sampel yang mampu dijelaskan oleh variabel *insider ownership*, *dividend*, *business risk*, dan *profitability* sebesar 12,12%, sedangkan sisanya 87,88% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan penelitian ini.

Nilai koefisien determinasi sebesar $R^2 = 0.1673$, berarti 16,73% perubahan dividen perusahaan sampel mampu dijelaskan oleh variabel *insider ownership*, *debt*, *business risk*, *profitability*, dan *growth*, sedangkan sisanya 83,27% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model persamaan penelitian ini.



BAB 6

PEMBAHASAN

6.1. Interdependensi antara *Insider Ownership*, *Debt* dan *Dividend*

Berdasarkan hasil analisis penelitian menunjukkan bahwa pengaruh interdependensi antara *insider ownership*, *debt* dan *dividend* dapat dilihat pada tabel 6.1 berikut ini :

Tabel 6.1. Matriks Interdependensi *Insider Ownership*, *Debt*, *Dividend*

Variabel Endogen	Variabel Eksogen			Variabel Kontrol			
	INSD	DEBT	DIV	BR	SZ	PROFT	GRWTH
INSD		Positif, tidak signifikan	Negatif, tidak signifikan	Positif, tidak signifikan	Negatif, signifikan		
DEBT	Negatif, tidak signifikan		Negatif, signifikan	Positif, tidak signifikan		Negatif, tidak signifikan	
DIV	Negatif, tidak signifikan	Negatif, tidak signifikan		Negatif, tidak signifikan		Positif, tidak signifikan	Negatif, tidak signifikan

Interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan dividen terjadi apabila kedua kebijakan tersebut memiliki arah hubungan yang sama. Berdasarkan tabel 6.1, tampak bahwa *insider ownership* mempunyai arah negatif terhadap kebijakan dividen, demikian pula sebaliknya kebijakan dividen mempunyai arah negatif terhadap *insider ownership*. Hal ini menggambarkan bahwa terjadi

interdependensi antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen, yang berarti kebijakan dividen dapat menjadi substitusi. Pada *insider ownership* yang tinggi, perusahaan akan menetapkan dividen dalam jumlah kecil, sedangkan pada *insider ownership* yang rendah, perusahaan akan menetapkan dividen dalam jumlah besar. Penetapan dividen rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang dibiayai dengan sumber internal. Jika sebagian besar pemegang saham menyukai dividen tinggi, maka akan menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen et al. (1992), yang menyatakan bahwa terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan dividen. Jensen et al (1992), menyimpulkan bahwa pembayaran dividen dapat dijadikan sebagai alat kontrol untuk mengendalikan masalah keagenan.

Pada tabel 6.1 juga menunjukkan bahwa tidak terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Hal ini dapat dilihat dari hubungan arah yang berlawanan antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang, dan keduanya memiliki pengaruh yang tidak signifikan. Tampak bahwa *insider ownership* mempunyai arah negatif terhadap kebijakan hutang, sedangkan kebijakan hutang mempunyai arah positif terhadap *insider ownership*. Hal ini menggambarkan bahwa tidak terjadi substitusi antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Artinya bahwa kebijakan hutang tidak bisa digunakan sebagai alat kontrol keagenan dari kepemilikan oleh pihak manajer, dengan demikian kebijakan hutang tidak bisa mengurangi konflik keagenan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et al (1992)

yang menyatakan bahwa tidak terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang.

Pengaruh interdependensi juga terjadi pada variabel kebijakan dividen dan kebijakan hutang yang mempunyai arah hubungan sama yaitu negatif. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan akan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan digunakan untuk membayar hutang. Pengaruh dividen negatif terhadap hutang dan sebaliknya, menunjukkan bahwa terjadi substitusi antara kedua kebijakan. Penggunaan hutang yang tinggi akan diikuti dengan pembayaran dividen rendah, begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan Jensen et al (1992), menyatakan bahwa antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang terjadi interdependensi dalam rangka mengurangi konflik keagenan.

Berikut ini akan dijelaskan pengaruh masing-masing karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol terhadap *insider ownership*, *debt*, dan *dividend*.

6.2 Pengaruh *Business Risk* dan *Size* sebagai variabel kontrol terhadap *Insider Ownership*

Business risk perusahaan berpengaruh positif terhadap *insider ownership*. Hal ini menggambarkan bahwa semakin tinggi tingkat risiko bisnis, maka semakin tinggi pula *insider ownership*. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Jensen et al (1992), yang menyatakan bahwa *business risk* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *insider ownership*. Ketidaksiginifikannya hasil penelitian ini karena komposisi kepemilikan saham oleh pihak *insider* relatif tidak terjadi perubahan dari kurun waktu 2000 sampai 2004, walaupun risiko bisnis yang dihadapi perusahaan mengalami

kenaikan maupun penurunan. Kondisi ini terjadi disebabkan tipe kepemilikan saham pihak *insider* di Indonesia yang terkonsentrasi, dalam hal ini sebagian besar perusahaan yang terdaftar di BEJ merupakan perusahaan yang secara dominan dikontrol oleh keluarga atau pemilik perusahaan dan kebanyakan mereka juga memegang posisi manajemen.

Size (ukuran) perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap *insider ownership*. Hal ini menggambarkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka kepemilikan saham oleh para *insider* akan semakin menurun. Ukuran perusahaan yang semakin besar kepemilikan sahamnya cenderung lebih menyebar, hal ini bisa menyebabkan kepemilikan saham oleh pihak *insider* menurun. Selain itu, perusahaan dengan ukuran besar, seringkali mempunyai kesulitan dalam mengontrol biaya-biaya operasional perusahaan dan biaya keagenan, sehingga ukuran perusahaan juga digunakan sebagai jaminan atas hutang-hutang perusahaan. Jika hutang meningkat, maka akan menyebabkan biaya kebangkrutan dan *financial distress*, hal ini bisa juga menjadi penyebab turunnya kepemilikan saham oleh pihak *insider*. Hasil ini mendukung penelitian Jensen et al. (1992), yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang negatif signifikan antara *size* (ukuran) perusahaan terhadap *insider ownership*.

6.3. Pengaruh *Business Risk* dan *Profitability* sebagai variabel kontrol terhadap *Debt*

Business risk berpengaruh positif tidak signifikan terhadap hutang. Hal ini mengindikasikan bahwa dengan meningkatnya risiko bisnis, maka hutang juga

meningkat. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Jensen et al (1992), yang menyatakan risiko bisnis mempunyai pengaruh yang negatif terhadap hutang. Jensen et al (1992) berpendapat bahwa peningkatan risiko bisa diantisipasi dengan penurunan penggunaan hutang, sehingga perusahaan dapat memperkecil kemungkinan menghadapi risiko kebangkrutan. Walaupun demikian, penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Kim dan Sorenson (1986), yang menyatakan risiko bisnis berpengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

Profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap hutang. Hal ini berarti bahwa jika terjadi penurunan tingkat profitabilitas, maka akan menyebabkan penggunaan hutang meningkat guna membiayai operasional perusahaan, dan sebaliknya jika profitabilitas suatu perusahaan meningkat, maka perusahaan akan mengurangi penggunaan hutang. Hal ini disebabkan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan pada laba ditahan, yang berarti perusahaan mengandalkan sumber internal untuk membiayai perusahaan. Berdasarkan alasan ini, pada saat perusahaan memiliki profitabilitas tinggi, maka perusahaan akan menggunakan sumber internal dan menggunakan hutang rendah tetapi pada saat profitabilitas rendah, perusahaan akan menggunakan hutang tinggi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Jensen et.al (1992), yang menyatakan bahwa besarnya profit perusahaan dapat digunakan untuk membiayai kebutuhan perusahaan sehingga, dapat mengurangi tingkat hutang. Tidak signifikannya hasil penelitian ini menggambarkan bahwa profitabilitas tidak memberikan kontribusi bagi kebijakan hutang perusahaan.

6.4. Pengaruh *Business Risk*, *Profitability* dan *Growth* sebagai variabel kontrol terhadap *Dividend*

Business risk berpengaruh negatif terhadap dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi risiko bisnis, maka semakin rendah dividen yang dibayarkan. *Degree operating leverage (DOL)* merupakan proksi dari risiko bisnis. Semakin tinggi *DOL*, maka semakin tinggi pula risiko bisnis perusahaan. Perusahaan yang menggunakan biaya tetap dalam proporsi yang tinggi dikatakan memiliki *degree operating leverage (DOL)* tinggi. Jika perusahaan memiliki *DOL* yang tinggi, maka investasi aktiva tetap dan *non cash fixed cost* juga akan meningkat, sehingga dapat menyebabkan pembayaran dividen rendah. Ketidaksignifikanan hasil penelitian ini disebabkan karena kondisi perusahaan dengan tingkat risiko bisnis yang tinggi tetap membayarkan dividen untuk memberikan sinyal positif bagi investor. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen et al (1992), yang menyatakan terdapat pengaruh negatif dari risiko bisnis terhadap kebijakan dividen.

Profitability berpengaruh positif terhadap dividen. Semakin besar keuntungan yang diraih oleh perusahaan, maka akan semakin besar juga keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen et al. (1992) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen menjadi tidak signifikan disebabkan oleh rendahnya peluang pertumbuhan perusahaan.

Growth berpengaruh negatif terhadap dividen, artinya semakin tinggi pertumbuhan perusahaan akan menyebabkan dividen yang dibagikan semakin rendah, dan sebaliknya. Hal ini mengindikasikan bahwa peluang pertumbuhan yang lebih

besar akan mengurangi pembayaran dividen, karena perusahaan cenderung menahan laba yang digunakan untuk investasi guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Jensen et al. (1992) yang menyatakan *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak signifikan karena perusahaan kurang mempertimbangkan tingkat pertumbuhan sebagai penentu kebijakan dividen. Jika dilihat dari rata-rata tingkat pertumbuhan perusahaan pada periode observasi (2000-2004) adalah sebesar 34%, dan perusahaan manufaktur mempunyai rata-rata pertumbuhan tahunan dibawah rata-rata perusahaan sampel. Kondisi ini mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur memiliki pertumbuhan di bawah rata-rata (*low growth*). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah tidak membutuhkan dana yang besar (yang berasal dari laba ditahan), sehingga tidak terlalu berpengaruh pada proporsi laba perusahaan yang dibagikan pada investor. Itulah sebabnya, tingkat pertumbuhan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

BAB 7

PENUTUP

7.1. Kesimpulan

Berdasarkan analisis dan hasil pembahasan dapat diperoleh kesimpulan sebagai berikut :

1. Terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dengan arah hubungan yang sama yaitu *insider ownership* mempunyai arah negatif terhadap kebijakan dividen, demikian pula sebaliknya.
2. Tidak terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang, dan keduanya sama-sama tidak signifikan.
3. Terdapat interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang. Hal ini dapat dilihat dengan arah hubungan yang sama yaitu kebijakan dividen mempunyai arah negatif terhadap kebijakan hutang, dan hanya dividen yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap hutang.
4. Secara simultan variabel eksogen *debt* dan *dividend*, variabel kontrol *business risk* dan *size* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *insider ownership*. Dari nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa hanya 23,05% perubahan dalam variabel endogen (*insider ownership*) mampu dijelaskan oleh variabel eksogen.
5. Secara simultan variabel eksogen *insider ownership*, *dividend*, serta variabel kontrol *business risk*, dan *profitability* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *debt*. Nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa hanya 12,12 % perubahan

dalam variabel endogen (*debt*) mampu dijelaskan oleh variabel eksogen dan variabel kontrol.

6. Secara simultan variabel eksogen *insider ownership*, *debt*, serta variabel kontrol *business risk*, *profitability* dan *growth* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *dividend*. Nilai koefisien determinasi menunjukkan bahwa hanya 16,73% perubahan dalam variabel endogen (*debt*) mampu dijelaskan oleh variabel eksogen dan variabel kontrol.

7.2. Saran

Berdasarkan hasil analisis, maka peneliti menyarankan hal-hal berikut :

1. Berdasarkan hasil temuan bahwa terdapat interdependensi antara *insider ownership* dengan kebijakan dividen, kebijakan dividen dengan kebijakan hutang, dan kedua hubungan tersebut sama-sama mempunyai pengaruh negatif. Bagi investor yang tertarik terhadap perolehan dividen dalam investasi sahamnya disarankan untuk memilih *insider ownership* yang rendah dan hutang yang rendah.
2. Disarankan juga untuk memperbesar ukuran sampel dengan menambah periode penelitian yang lebih lama agar diperoleh sampel yang lebih besar supaya memberikan hasil penelitian yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Beasley, Scott & Eugene F. Brigham, 2000, *Essentials of Managerial Finance*, 12th Edition, USA, Dryden Press.
- Brigham, E.F & L.C Gapenski, 2003, *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, New York.
- Brigham, E.F & E.F Weston, 1993, *Essentials of Managerial Finance*, The Dryden Press, New York.
- Crutchley, CE., Hansen, RS., 1989, A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, pp 36-46
- Damodaran. A, 2001, *Corporate Finance Theory and Practice*, John Wiley & Sons, Inc, New York.
- Demsetz, H, and K Lehn, 1985, The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Easterbrook, F.H, 1984, Two Agency-Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, September 1984, pp 650-659.
- Friend I, and L. H. P. Lang. (1988). An empirical test of the impact of managerial self-interest on corporate capital structure. *Journal of Finance*, 43, 271-281.
- Gitman LL, 2003, *Principles of Managerial Finance*, Tenth Edition, Addison Wesley, United States.
- Han, Ki C, Lee, Suk Hun & Suk, David Y, 1999, "Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Volume 12 Number 1, p. 53-62.
- Husnan. S, 2001, Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan : Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Mutlinasional, *Journal of Accounting, Management Economics Research*, hal 1-10.
- Husnan & Pudjiastuti, 1996, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- _____, 2000-2005, *Indonesian Capital Market Directory*

- Jensen, M.C., & W.H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* p. 3-24.
- Jensen, Solberg, & Zorn. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, No.2, 247-263
- Keown, et al, 2000, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Salemba Empat, Prentice Hall, Jakarta.
- Kim, S.W and E.H Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No 2, June 1986, p-131-144.
- Leland, H., and D. Pyle, 1977., Informational Asymetries, Financial Structure, and Financial intermediation, *Journal of Finance*, p 371-388.
- Miller, M. & K, Rock. (1985). Dividend policy under asymmetric information. (1985). *Journal of Finance*, 40, 1031-1052.
- Ravid, S, A. (1988). On Interactions Of Production And Financial Decisions. *Financial Management*, 17, 87-99.
- Reily, F.K & K.C Brwon, 2000, *Investement Analysis and Portofolio Management*, 6th Edtion, Drydren Press.
- Ross, S. (1977). The determinations of financial structure : The incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 3, 249-259.
- Shapiro AC, 2003, *Mutlinasional Financial Management*, Seventh Edition, Allyn and Bacon, Massachusetts.
- Weston & Copeland, 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Binarupa Aksara, Jakarta.

Lampiran 1 : Distribusi Variabel Penelitian Tahun 2000-2004

No.	Nama Perusahaan	Insider	Debt	Dividen	Business Risk	Size	Profit	Growth
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	75.30	63.70	17.11	12.2	26.56	11.28	51.03
2	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	90.99	67.89	17.13	9.6	26.96	9.35	61.15
3	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	90.99	58.87	17.12	10.31	27.01	12.32	45.76
4	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	90.99	48.26	16.65	7.99	26.98	11.86	22.41
5	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk	90.99	46.11	16.95	10.92	27.23	13.66	40.76
6	PT. Delta Jakarta Tbk	82.00	41.5	13.97	8.69	26.68	8.91	39.42
7	PT. Delta Jakarta Tbk	79.00	25.91	14.36	10.63	26.57	12.87	35.15
8	PT. Delta Jakarta Tbk	84.60	19.58	14.29	9.48	26.63	12.19	7.71
9	PT. Delta Jakarta Tbk	84.60	19.34	14.88	7.74	26.71	9.58	26.01
10	PT. Delta Jakarta Tbk	84.60	22.21	14.48	9.21	26.84	8.5	33.80
11	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	55.56	1.88	13.7	25.95	13.99	37.96
12	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	50.54	18.96	9.13	26.07	12.32	57.50
13	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	44.05	18.96	11.3	26.22	15.41	37.43
14	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	40.88	19.68	8.82	26.36	12.93	28.19
15	PT. Fast Food Indonesia Tbk	89.00	39.69	22.40	0.92	26.5	11.11	28.84
16	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	61.08	75.64	5.10	4.32	30.16	5.15	26.99
17	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	48.00	72.56	30.67	9.92	30.19	5.75	32.29
18	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	45.89	70.24	32.74	9.89	30.36	5.26	29.44
19	PT. Indofood Sukses Makmur Tbk	51.53	68.93	43.81	5.8	30.36	3.94	25.53
20	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	50.39	18.37	11.02	26.8	21.61	41.80
21	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	43.62	82.61	10.82	26.97	21.99	29.13
22	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	40.44	76.72	14.06	26.89	17.9	12.17
23	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	44.45	78.05	10.82	26.9	18.68	20.77
24	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	83.37	52.65	73.25	8.91	27.05	15.45	43.31
25	PT. Gudang Garam Tbk	73.87	43.64	42.89	9.05	30.01	20.69	34.88
26	PT. Gudang Garam Tbk	73.87	39.04	27.65	8.69	30.23	15.52	37.09
27	PT. Gudang Garam Tbk	63.86	37.16	27.66	9.04	30.37	13.51	33.52
28	PT. Gudang Garam Tbk	73.86	36.73	31.39	7.8	30.48	10.6	27.50