

**PENGARUH
FUNGSI MANAJEMEN PEMBELANJAAN
PADA HARGA SAHAM PERUSAHAAN
YANG MASUK PASAR MODAL
DI BEBERAPA NEGARA ASEAN**



Lib. 301/72

**MILIK
PERPUSTAKAAN
"UNIVERSITAS AIRLANGGA"
SURABAYA**

Oleh

**IDA BAGUS MADE SANTIKA
NIM : 098410088/D**

**FAKULTAS PASCASARJANA
UNIVERSITAS AIRLANGGA**

1991

PROMOTOR : Prof. Miendrowo Prawirodjoemeno, SE.

KOPROMOTOR I : Prof. DR. H. S. Hadibroto

KOPROMOTOR II : Prof. Barli Halim, SE, MBA.

kupersembahkan untuk
istriku Raka
serta anak-anak Retno, Ratih,
dan Wiraputra
serta Ayah

KATA PENGANTAR

Dengan perkenan Ida Sanghiyang Widi Wasa/Tuhan Yang Maha Esa, maka selesailah salah satu tugas penulisan disertasi tanpa adanya hambatan yang berarti. Disertasi ini berjudul "Pengaruh Fungsi Manajemen Pembelanjaan Pada Harga Saham Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean" disusun guna memenuhi kelengkapan syarat untuk menyelesaikan pendidikan Program Pascasarjana dalam Program Studi Ilmu Ekonomi, Universitas Airlangga.

Judul ini dipilih dengan dasar pemikiran bahwa harga saham di Pasar Modal berfluktuasi atau tidak menentu, kadang-kadang naik atau turun, perusahaan ada yang membagikan dividen-kas tinggi, rendah dan malahan ada yang tidak sama sekali; demikian pula ada beberapa perusahaan membelanjai kebutuhan dana seluruhnya dengan modal sendiri, pinjaman jangka panjang maupun pinjaman jangka pendek dan beberapa lagi dengan kombinasi antara keduanya. Di samping itu ada beberapa perusahaan mengadakan perluasan dan investasi baru cukup besar tetapi ada pula yang tidak sama sekali.

Berdasarkan gambaran tersebut di atas, yang menarik untuk diteliti agar dapat memperoleh jawaban yang secara teoritis dapat dipertanggungjawabkan dan mendekati

kepastian mengenai pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan terhadap harga saham di Pasar Modal. Sampai saat ini masih terdapat perbedaan pendapat antara "ada pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham" dan "tidak ada pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham". Pendapat yang mengatakan "ada pengaruh" termasuk dalam kelompok The-Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy dan dipelopori oleh Gordon bersama teman-temannya. Pendapat yang mengatakan "tidak ada pengaruh" termasuk dalam kelompok The Residual Theory Of Dividend Policy dan dipelopori oleh Modigliani dan Miller.

Banyak sudah para ahli mengadakan penelitian dengan maksud agar dapat memberikan jawaban atas perbedaan pendapat di atas. Hasilnya malah memperkuat salah satu dari dua kelompok tersebut. Untuk Indonesia, masih belum ada penelitian yang dilakukan dalam usaha memecahkan perbedaan pendapat di antara kedua kelompok tersebut. Apalagi mengadakan penelitian mengenai pengaruh keseluruhan fungsi manajemen pemebelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk Pasar Modal. Untuk dapat memperoleh gambaran yang lebih luas maka penelitian dilakukan di beberapa negara Asean sehingga dapat diperoleh gambaran pada masing-masing negara Asean agar dapat membantu pengembangan Pasar Modal di Indonesia.

Jasa yang demikian besar dari Bapak Prof. Miendrowo Prawirodjoemeno, SE selaku Promotor dalam penulisan disertasi ini yang tidak ternilai besarnya. Demikian juga Bapak Prof. DR. H. S. Hadibroto selaku Kopromotor I dalam penulisan disertasi ini yang tanpa mengenal lelah telah membimbing dengan penuh ketekunan dan kesabaran sehingga disertasi ini dapat diselesaikan. Akhirnya kepada Bapak Prof. Barli Halim, SE. MBA. selaku Kopromotor II dalam penulisan disertasi ini yang tanpa mengenal lelah dan dalam kondisi yang sakit masih terus memberikan bimbingan sehingga disertasi ini dapat diselesaikan.

Dengan ketulusan hati yang sangat dalam kami mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya dan sedalam-dalamnya atas bimbingan, petunjuk serta cambukan yang telah Bapak-bapak berikan sehingga membentuk diri kami menjadi benar-benar dewasa dalam menuntut ilmu pengetahuan. Tidak lupa pula kami mohon maaf atas kesalahan dan kekurangan selama Bapak-bapak membimbing kami. Kepada semua pihak yang telah membantu sampai selesainya disertasi ini kami mengucapkan terima kasih. Kami berharap semoga kebaikan, budi baik dari semua pihak mendapat imbalan yang setimpal dari-Nya.

Melalui kesempatan ini kami mengucapkan terima kasih yang tiada terhingga kepada yang terhormat :

1. Bapak Rektor Universitas Airlangga.
2. Bapak Dekan Fakultas Pascasarjana Universitas Airlangga beserta seluruh staf.
3. Bapak-bapak pengajar di Fakultas Pascasarjana Universitas Airlangga.
4. Bapak Drs. Ec. Soediono Abipraja selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga beserta seluruh staf.
5. Bapak H. Moch Noer selaku Ketua Ikoma Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga beserta seluruh pengurus.
6. Bapak Pengurus Yayasan Aji Dharma Bhakti di Jakarta.
7. Bapak Drs. Slamet Mulyono, Msc, PhD, Drs.Ec.Djoko Mursinto, MEc dan Drs Ec.Soekarnoto selaku konsultan Statistik dan Ekonometri dalam penulisan disertasi ini.
8. Bapak Pimpinan Bapepam di Jakarta beserta seluruh staf.

9. Sdr. Widoyoko dan Duheti Agustín Buananda yang telah banyak membantu dalam membuat program analisis dan pengetikan disertasi ini.
10. Semua rekan staf pengajar dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.

Pada akhirnya tidak lupa saya sampaikan rasa utang budi dan terima kasih kepada istri yang tercinta Raka dan anak-anak kami Retno, Ratih dan Wiraputra yang dengan penuh pengorbanan dan pengertian baik moril maupun materiil selama persiapan dan penyelesaian disertasi ini. Karena kami sebagai manusia biasa, menyadari akan kekurangan-kekurangan, keterbatasan pengetahuan dan kedangkalan penalaran dalam penulisan disertasi ini, maka segala kritik dan saran yang positive demi kesempurnaannya akan kami terima dengan senang hati dan tulus. Akhir kata, semoga disertasi ini dapat berguna serta memperkaya ilmu pengetahuan kita.

Surabaya, 14 Desember 1990

Ida Bagus Made Santika .

D A F T A R I S I

Kata Pengantar	iii
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	xvi
Daftar Lampiran	xx
Daftar Gambar	xxv
BAB - I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Permasalahan	1
1.2 Penjelasan Judul	16
1.3 Ruang Lingkup Analisis	19
1.4 Perumusan Masalah	20
1.5 Tujuan Dan Manfaat Studi	22
1.5.1 Tujuan Studi	22
1.5.2 Manfaat Studi	22
1.6 Sistematika Studi	23
BAB - II TINJAUAN PUSTAKA	25
2.1 Penelitian Terdahulu Tentang Fungsi Manajemen Pembelanjaan	25
2.2 Landasan Teori	28
2.3 Pengertian Dividen	36
2.4 Tujuan Pembagian Dividen	39
2.5 Kebijakan Dividen	42

2.5.1	Pengertian Kebijakan Dividen	42
2.5.2	Teori Kebijakan Dividen	45
2.5.3	Faktor-faktor Yang Perlu Diperhatikan Dalam Menentukan Kebijakan Dividen	53
2.6	Pembayaran Dividen	61
2.6.1	Prosedure Pembayaran Dividen	61
2.6.2	Beberapa Bentuk Pembayaran Dividen	63
2.7	Pengertian Pasar Modal	68
2.8	Fungsi Pasar Modal	72
2.9	Hipotesis	75
BAB - III	METODE PENELITIAN	76
3.1	Populasi Dan Sampel	76
3.2	Variabel Penelitian	89
3.3	Sumber Data	91
3.4	Prosedure Pengambilan dan Pengumpulan Data	92
3.5	Analisis Data	93
BAB - IV	PERKEMBANGAN PASAR MODAL.....	104
4.1	Perkembangan Pasar Modal Di Inggris Dan Amerika	104
4.2	Perkembangan Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean	114
4.2.1	Perkembangan Pasar Modal Di Indonesia	114
4.2.2	Perkembangan Pasar Modal Di Malaysia	141
4.2.3	Perkembangan Pasar Modal Di Singapura	147
4.2.4	Perkembangan Pasar Modal Di Thailand	153

BAB - V	DISKRIPSI HASIL PENELITIAN.....	157
5.1	Kebijakan Investasi Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean.....	157
5.1.1	Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	159
5.1.2	Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	162
5.1.3	Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	163
5.1.4	Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	165
5.1.5	Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	166
5.1.6	Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	169
5.1.7	Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	170
5.1.8	Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	172
5.2	Kebijakan Pembelanjaan Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean	176
5.2.1	Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonseia	177
5.2.2	Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	180
5.2.3	Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	181
5.2.4	Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	183
5.2.5	Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	184

5.2.6	Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	187
5.2.7	Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	188
5.2.8	Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	189
5.2.9	Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	191
5.2.10	Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malalaysia.....	192
5.2.11	Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	194
5.2.12	Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	195
5.2.13	Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	196
5.2.14	Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	198
5.2.15	Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	199
5.2.16	Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	200
5.3	Kebijakan Dividen Perusahaan Industri Yang Pasar Mcdal Di Beberapa Negara Asean	202
5.3.1	Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	203

5.3.2	Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	208
5.3.3	Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	213
5.3.4	Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	218
BAB - VI	ANALISIS HASIL PENELITIAN DENGAN MENGGUNAKAN MODEL	225
6.1	Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia	226
6.1.1	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	226
6.1.2	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	233
6.1.3	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.....	239
6.1.4	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	245
6.1.5	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalizatio Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	250
6.1.6	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	255

6.2	Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia	263
6.2.1	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	263
6.2.2	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	270
6.2.3	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.....	276
6.2.4	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	282
6.2.5	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalizatio Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	288
6.2.6	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	294
6.3	Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura	301
6.3.1	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	301
6.3.2	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	307

6.3.3	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.....	313
6.3.4	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	319
6.3.5	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalizatio Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	326
6.3.6	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	332
6.4	Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand	339
6.4.1	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	339
6.4.2	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	345
6.4.3	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.....	351
6.4.4	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	357
6.4.5	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalizatio Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	363

6.4.6	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal..	369
BAB - VII	KESIMPULAN DAN SARAN-SARAN	382
7.1	Kesimpulan	382
7.2	Saran-Saran	391
DAFTAR PUSTAKA	394
LAMPIRAN - LAMPIRAN	401

D A F T A R T A B E L

abel

3.1.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean 1979 (dalam satuan).....	77
3.2.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean 1980 (dalam satuan).....	78
3.3.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean 1981 (dalam satuan).....	79
3.4.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean 1982 (dalam satuan).....	80
3.5.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean 1983 (dalam satuan).....	81
3.6.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean 1984 (dalam satuan).....	82
3.7.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean 1985 (dalam satuan).....	83
3.8.	Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean 1986 (dalam satuan).....	84
3.9.	Jumlah Perusahaan Industri Yang Direncanakan Diteliti Pada Pasar Modal di Beberapa Negara Asean (Dalam satuan).....	86
3.10.	Jumlah Perusahaan Industri Yang Diteliti Pada Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean 1979 - 1987.....	88
4.1.	Susunan Pemegang Saham Sebelum Dan Sesudah Masuk Pasar Modal (dalam persen).....	128
4.2.	Peranan PT. (Persero) Danareksa Di Pasar Modal 1977-1986 (dalam persen).....	132
4.3.	Distribusi Market Capitalization Atas Saham Dan Obligasi Di Singapore Stock Market 1982 - 1985 (dalam ribuan \$).....	149

4.4.	Perkembangan Jumlah Perusahaan Yang Masuk The Stock Exchange Of Singapore.....	152
6.1.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model I)	232
6.2.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model II).....	238
6.3.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model III)	244
6.4.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model IV)	249
6.5.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalization Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model V).....	254
6.6.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1980 - 1987 (Model VI).....	260
6.7.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model I)	269
6.8.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model II).....	275

6.9.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model III)	281
6.10.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model IV).....	287
6.11.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalization Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model V)	293
6.12.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984 (Model VI).....	298
6.13.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model I)	306
6.14.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model II).....	312
6.15.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model III)	318
6.16.	Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model IV)	325

6.17. Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalization Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model V)	331
6.18. Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986 (Model VI)	337
6.19. Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model I)	344
6.20. Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model II)	350
6.21. Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X4) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model III)	356
6.22. Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model IV)	362
6.23. Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt To Capitalization Ratio (X6) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model V)	368
6.24. Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt To Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham Dalam Dollar (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984 (Model VI).....	373

D A F T A R L A M P I R A N

1.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1980.....	401
2.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1981.....	402
3.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1982.....	403
4.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1983.....	404
5.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1984.....	405
6.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia Tahun 1980.....	406
7.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia Tahun 1981.....	407
8.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia Tahun 1982.....	408
9.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia Tahun 1983.....	409

10.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia Tahun 1984.....	410
11.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura Tahun 1980.....	411
12.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura Tahun 1981.....	412
13.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura Tahun 1982.....	413
14.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura Tahun 1983.....	414
15.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura Tahun 1984.....	415
16.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand Tahun 1980.....	416
17.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand Tahun 1981.....	417
18.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand Tahun 1982.....	418
19.	Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand Tahun 1983.....	419

20. Skater Diagram Multipel Regresi Linier Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia Tahun 1984.....	420
21. Jumlah Saham Yang dikuasai PT. Danareksa Di Pasar Modal Tahun 1987.....	421
22. Perkembangan Jumlah Perusahaan Yang Masuk Dan Peredaran Saham Di Pasar Modal Jakarta Tahun 1977 - 1986.....	422
23. Market Capitalixation Dari Saham Perusahaan Di Kuala Lumpur Stock Exchange Tahun 1977 - 1986.....	423
24. Turnover Dari Saham perusahaan Di Kuala Lumpur Stock Exchange Tahun 1976 - 1986 (dalam ribuan lembar).....	424
25. Nilai Turnover Atas Saham Perusahaan Di Kuala Lumpur Stock Exchange Tahun 1976 - 1986 (dalam ribuan Ringgit).	425
26. Jumlah Perusahaan, Mobilisasi Dana, Nilai Turnover Dan Average Turover Saham Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Thailand (1975 - 1980).....	426
27. Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	427
28. Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	428
29. Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	429
30. Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	430
31. Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	431
32. Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	432
33. Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	433
34. Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	434

35. Perkembangan Tingkat Bunga Deposito Berjangka 1 (satu) tahun Di Beberapa Negara Asean 1979 - 1987 (Dalam Persen).....	435
36. Perkembangan Tingkat Inflasi Di Beberapa Negara Asean 1979 - 1987 (Dalam Persen).....	435
37. Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	436
38. Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	437
39. Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	438
40. Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	439
41. Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	440
42. Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	441
43. Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	442
44. Besarnya Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	443
45. Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	444
46. Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	445
47. Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	446
48. Besarnya Debt To Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	447
49. Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	448
50. Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	449

51. Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	450
52. Besarnya Total Debt To Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	451
53. Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia 1979 - 1987.....	452
54. Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia 1979 - 1984.....	453
55. Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura 1979 - 1986.....	454
56. Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand 1980 - 1984.....	455

D A F T A R G A M B A R

Gambar

1.	Sumber-sumber Pembelanjaan Ekstern Perusahaan Industri Tanpa Adanya Pasar Modal.....	5
2.	Sumber-sumber Pembelanjaan Ekstern Perusahaan Industri Dengan Adanya Pasar Modal.....	7
3.	Tugas Manajer Pembelanjaan.....	9
3.1	Tugas Manajer Pembelanjaan.....	14
3.2	Tugas Manajer Pembelanjaan.....	15
4.	Struktur Modal Menurut Pendekatan Net Income.....	30
5.	Struktur Modal Menurut Pendekatan Net Operating Income	32
6.	Struktur Modal Menurut Pendekatan Tradisional.....	33
7.	Struktur Modal Dalam Keadaan Nyata.	35
8.	Prosedur Pembayaran Dividen.	62
9.	Group Pembeli & Penjual Dari Underwriter.	111

B A B I

P E N D A H U L U A N

1.1 Latar Belakang Permasalahan.

Pembangunan pada hakekatnya adalah proses perubahan terus menerus, merupakan kemajuan dan perbaikan menuju kearah tujuan yang ingin dicapai yaitu masyarakat adil dan makmur. Tujuan pembangunan tersebut tidak mungkin akan dapat terwujud dalam beberapa tahun atau beberapa generasi, karena itu pelaksanaan pembangunan haruslah didasarkan atas serangkaian rencana pembangunan. Dalam hal ini negara Indonesia memiliki Rencana Pembangunan Lima Tahun I, II, III, IV dan seterusnya, sedangkan negara Thailand memiliki pola Rencana Pembangunan Nasional Lima Tahun I, II, III, IV, dan seterusnya demikian pula dengan negara Malaysia dan Singapore, yang masing-masing memiliki rencana pembangunan nasionalnya. Pembuatan serangkaian rencana pembangunan tersebut dimaksudkan untuk dapat merencanakan pengalokasian sumber-sumber yang terbatas (dana, bahan mentah, tenaga trampil) dalam proses pelaksanaan pembangunan. Tanpa ada pengalokasian penggunaan sumber-sumber yang terbatas, maka pelaksanaan pembangunan akan bisa gagal. Bagi beberapa negara di Asean, dana pembangunan merupakan salah satu di antara sekian sumber-sumber yang terbatas.

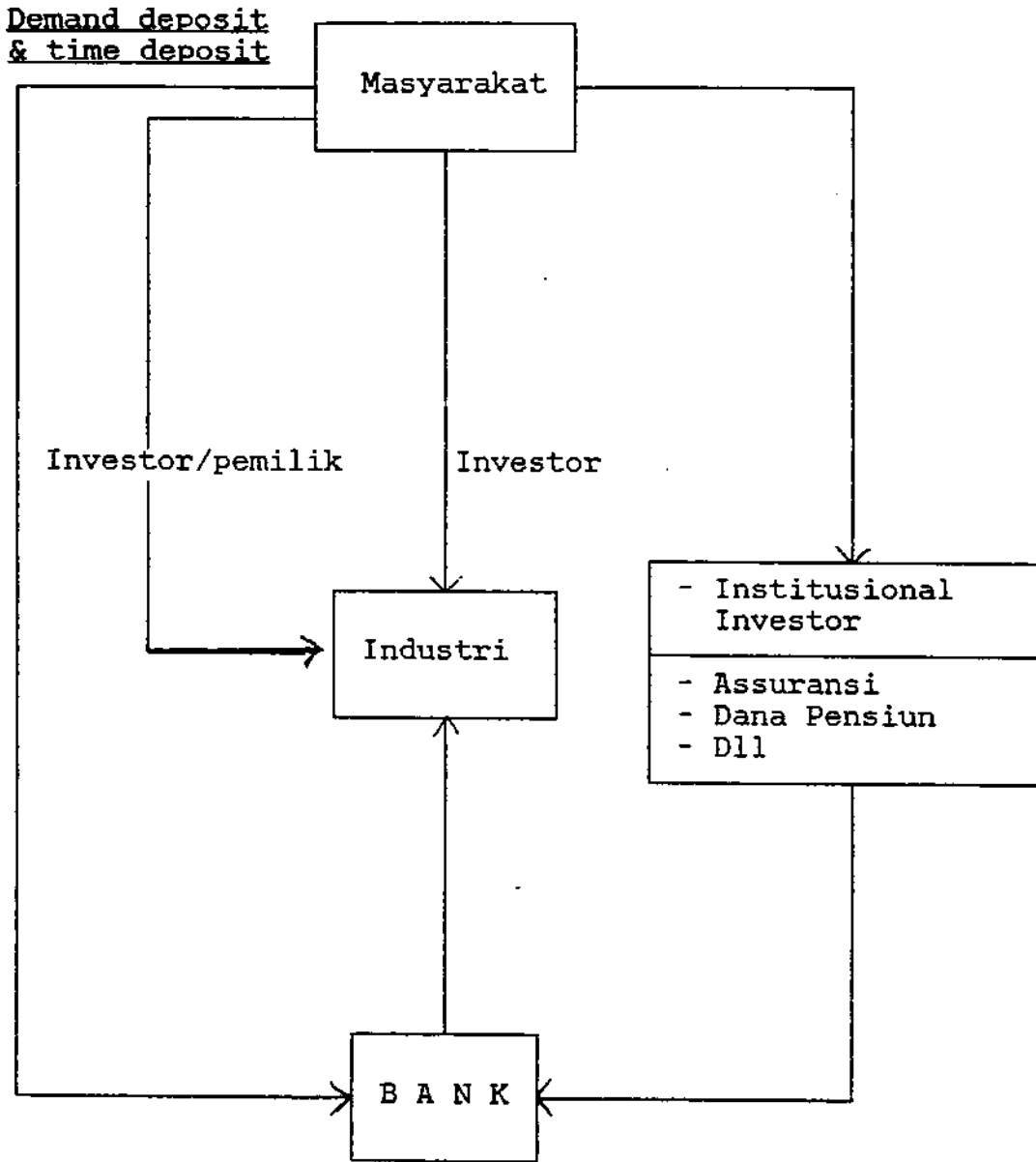
pemerintah Indonesia memberikan kesempatan agar modal asing dapat masuk dengan harapan untuk mempercepat proses pembangunan. Hal ini tercermin dengan dikeluarkannya Undang-Undang Penanaman Modal Asing, nomor 1/1967, berarti terbukanya sektor-sektor produksi yang dapat dikelola oleh swasta asing dan swasta nasional. Ini berarti, pemerintah telah memberikan peluang lebih besar terhadap keikutsertaan sektor swasta dalam pembangunan secara meluas.

Bagi sektor swasta dalam memperluas usahanya kendala yang dihadapi adalah kekurangan dana, karena sumber dana intern masih belum cukup untuk mengatasi masalah ini. Demikian pula halnya dengan sumber dana ekstern yang tersedia masih sangat terbatas. Di negara berkembang seperti Indonesia, sebagian besar sumber dana ekstern tersebut berasal dari kredit bank, jangka waktunya paling panjang 3 (tiga) sampai 5 (lima) tahun. Di samping jangka waktunya yang secara relatif merupakan pinjaman jangka waktu menengah maka kredit bank masih banyak mempunyai kelemahan dalam membelanjai perusahaan, karena komponen dana bank yang dikumpulkan sebagian besar berasal dari demand deposit dan time deposit, sehingga kurang sesuai kalau bank memberikan pinjaman dalam jangka waktu panjang. Dalam usaha perusahaan memenuhi kebutuhan dana untuk keperluan perluasan usaha akan lebih menguntungkan kalau dapat diperoleh dana dengan menjual saham atau obligasi kepada masyarakat dan ini baru dapat dilaksanakan kalau

ada Pasar Modal. Gambaran akan sumber-sumber pembelanjaan ekstern perusahaan sebelum adanya Pasar Modal dapat dilihat pada Gambar 1. Dalam Gambar 1 dapat dijelaskan bahwa masyarakat, yang mempunyai kelebihan uang baik selaku perorangan maupun perusahaan, menaruh uangnya di bank dalam bentuk Demand Deposit, Time Deposit dan Tabanas serta Taska. Tapi masyarakat ada pula yang bertindak selaku pemilik perusahaan yang berarti mereka menanamkan uangnya untuk berusaha. Di sisi lain, masyarakat dapat pula bertindak selaku pengusaha yang meminjamkan kelebihan uangnya kepada sesama pengusaha dalam bentuk utang dagang maupun pinjaman jangka pendek lainnya dengan memperoleh imbalan dalam bentuk bunga pinjaman. Akhirnya masyarakat dapat pula bertindak sebagai masyarakat yang akan pensiun, masyarakat yang masuk sebagai anggota asuransi (hari tua, jiwa, dll) yang kemudian menyerahkan sebagian pendapatannya kepada lembaga keuangan seperti asuransi, dana pensiun dll. Pada akhirnya sumber pembelanjaan ekstern bagi perusahaan di negara-negara berkembang berasal dari dana perbankan. Sesuai dengan Gambar 2, dijelaskan bahwa dalam sistim ekonomi pasar, kiranya kurang lengkap berlakunya suatu sistem tanpa adanya Pasar Modal, dengan demikian melalui Pasar Modal Perusahaan Industri akan dapat memperoleh dana-dana jangka panjang.

Gambar 1

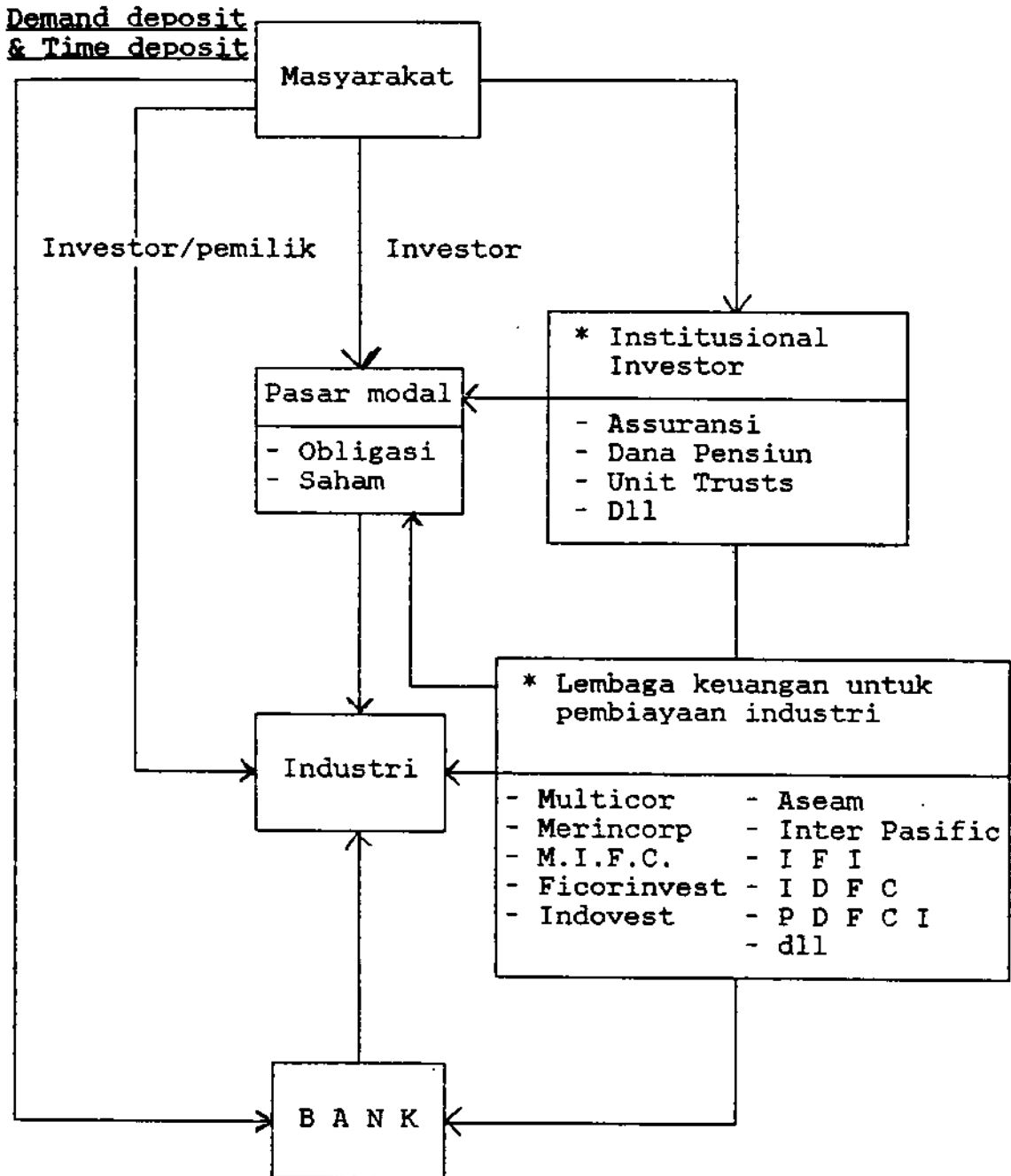
Sumber-sumber Pembelanjaan Ekstern
 Perusahaan Industri Tanpa Adanya Pasar Modal



Hal ini dapat dilakukan dengan menjual sebagian saham perusahaan kepada masyarakat melalui Pasar Modal. Perusahaan dapat juga memperoleh pinjaman jangka panjang lainnya dengan mengeluarkan obligasi dan menjualnya di Pasar Modal. Dengan adanya Pasar Modal, maka lebih banyak lagi sumber-sumber dana yang tersedia bagi perusahaan untuk mengadakan perluasan usahanya. Hampir seluruh negara-negara industri di dunia memiliki Pasar Modal, dan Indonesiapun yang mulai menuju ke arah Negara Industri, mendirikan pula Pasar Modal walaupun perjalanannya masih sangat lamban. Dengan menjual sebagian saham perusahaan di Pasar Modal, perusahaan akan dapat menggunakan dana tersebut selama-lamanya tanpa ada keharusan untuk membayar biaya tetap (bunga pinjaman) setiap tahunnya. Perusahaan tidak diharuskan untuk membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen-kas kepada para pemegang saham. Perusahaan dapat memperoleh dana cukup besar di Pasar Modal yang agak sulit diperoleh melalui dana perbankan. Perusahaan juga tidak perlu khawatir akan ditagihnya dana tersebut, karena masyarakat dapat memperoleh dananya kembali dengan menjual sahamnya di Pasar Modal.

Gambar 2

Sumber-sumber Pembelanjaan Ekstern
 Perusahaan Industri Dengan Adanya Pasar Modal

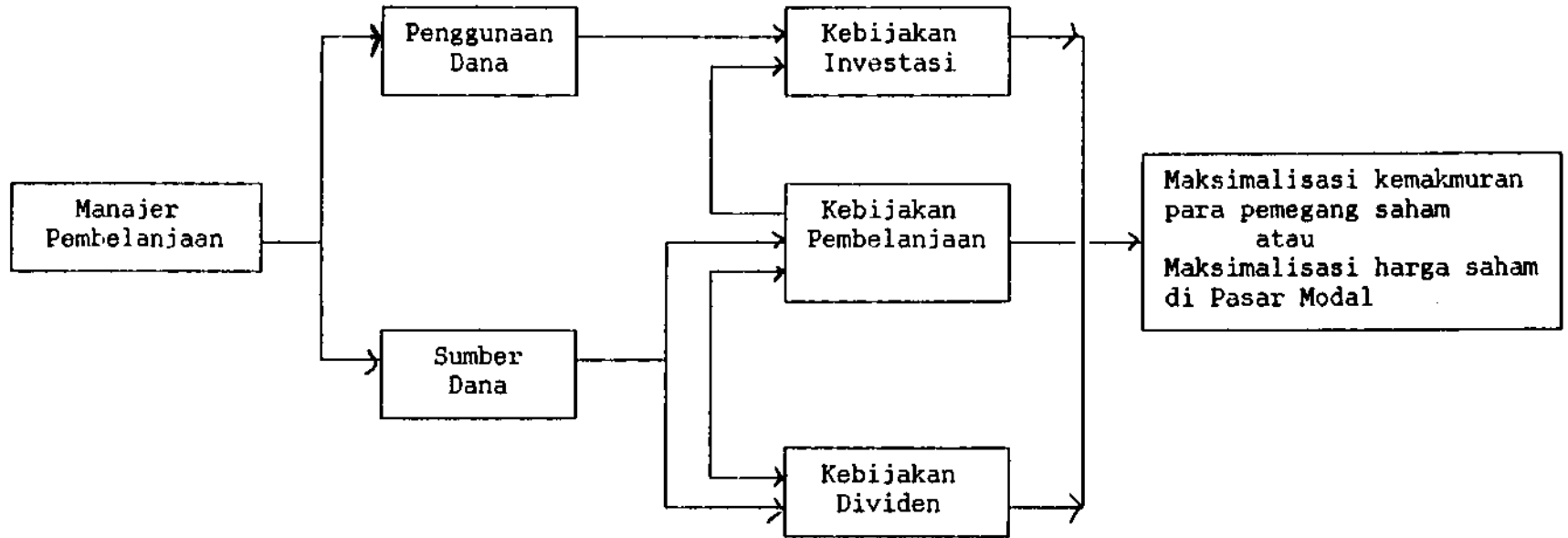


Kebijakan pembelanjaan perusahaan hanyalah salah satu fungsi manajemen pembelanjaan. Sebenarnya fungsi manajemen pembelanjaan meliputi 3 (tiga) kebijakan utama yang manajer pembelanjaan harus laksanakan yaitu :

- a. Pengambilan keputusan mengenai investasi.
- b. Pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan.
- c. Pengambilan keputusan mengenai dividen.

Ketiga fungsi manajemen pembelanjaan ini tidaklah dapat dipisahkan satu dengan lainnya dalam usaha manajer pembelanjaan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau juga berarti memaksimalkan harga saham perusahaan. Untuk lebih jelasnya hal ini dapat dilihat dalam Gambar 3. Sesuai dengan Gambar 3, menjelaskan bahwa tugas utama manajer pembelanjaan adalah melaksanakan ketiga fungsi manajemen pembelanjaan, dengan demikian manajer pembelanjaan haruslah mencari dana untuk operasi perusahaan yang kemudian dana tersebut digunakan untuk keperluan investasi dalam modal kerja dan investasi dalam aktiva tetap. Keputusan ini disebut sebagai "keputusan investasi". Untuk mengukur keberhasilan seluruh Asset perusahaan dapat digunakan besarnya rasio antara laba bersih yang diperoleh perusahaan dengan seluruh asset yang digunakan, dan ini disebut sebagai Return On Investment (ROI). Return On Investment (ROI) ini merupakan variabel bebas X_2 .

Gambar 3
Tugas Manajer Pembelanjaan



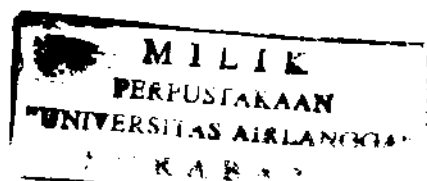
Di samping itu dapat pula digunakan besarnya rasio antara laba bersih yang diperoleh perusahaan dengan seluruh modal sendiri (Equity) dan ini disebut Return On Equity (ROE). Return On Equity (ROE) ini merupakan variabel bebas X_3 .

Dari rasio ini dapat diketahui apakah perusahaan cukup efisien dan efektif ketika menggunakan seluruh asset dan modal sendiri yang ada guna menghasilkan laba bersih. Ukuran-ukuran di muka digunakan dengan tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau memaksimalkan harga saham di pasar modal. Setelah manajer pembelanjaan memutuskan jenis investasi yang sesuai untuk dilaksanakan, maka perlu diambil keputusan tentang cara pembelanjaan yang paling sesuai untuk investasi tersebut agar dalam operasinya mencapai tujuan yang diinginkan. Di sini akan timbul beberapa pilihan alternatif tentang cara pembelanjaan yang paling menguntungkan. Apakah investasi tersebut dibelanjai dengan modal sendiri atautkah dengan pinjaman jangka panjang (Debt) atau dapat juga merupakan kombinasi dari keduanya. Bentuk kombinasi bagaimana yang akan dipilih, apakah sebagian dengan pinjaman jangka panjang dan sebagian lagi dengan modal sendiri. Untuk itu, diperlukan satu cara pembelanjaan yang dapat memberikan manfaat yang paling tinggi yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau

memaksimumkan harga saham di Pasar Modal. Cara pembelanjaan yang dilakukan dapat dilihat dari Debt-Rationya yaitu rasio seluruh utang jangka pendek ditambah seluruh utang jangka panjang dengan seluruh asset perusahaan, dan ini disebut sebagai Total Debt Ratio. Total Debt Ratio ini merupakan variabel bebas X_4 . Rasio ini memberi petunjuk tentang besarnya bagian utang terhadap seluruh asset perusahaan atau berapa besar bagian seluruh asset perusahaan dibelanjai dengan utang. Semakin besar Debt Rationya berarti risiko finansial perusahaan semakin tinggi dan hal ini dapat menurunkan harga saham. Demikian pula sebaliknya, semakin kecil rasio antara seluruh utang dengan seluruh asset perusahaan berarti risiko finansial perusahaan semakin kecil dan ini dapat menaikkan harga saham perusahaan di Pasar Modal. Di samping itu, dapat pula digunakan rasio antara seluruh utang jangka panjang dengan seluruh modal sendiri, ini disebut sebagai Debt to Equity Ratio. Debt to Equity Ratio ini merupakan variabel bebas X_5 . Selain itu dapat juga digunakan rasio antara seluruh utang jangka panjang dengan kapitalisasi (seluruh utang jangka panjang ditambah seluruh modal sendiri) dan rasio ini disebut Debt to Capitalization Ratio. Debt to Capitalization Ratio ini merupakan variabel bebas X_6 . Akhirnya dapat juga digunakan rasio antara utang jangka pendek ditambah utang jangka panjang dengan modal sendiri,

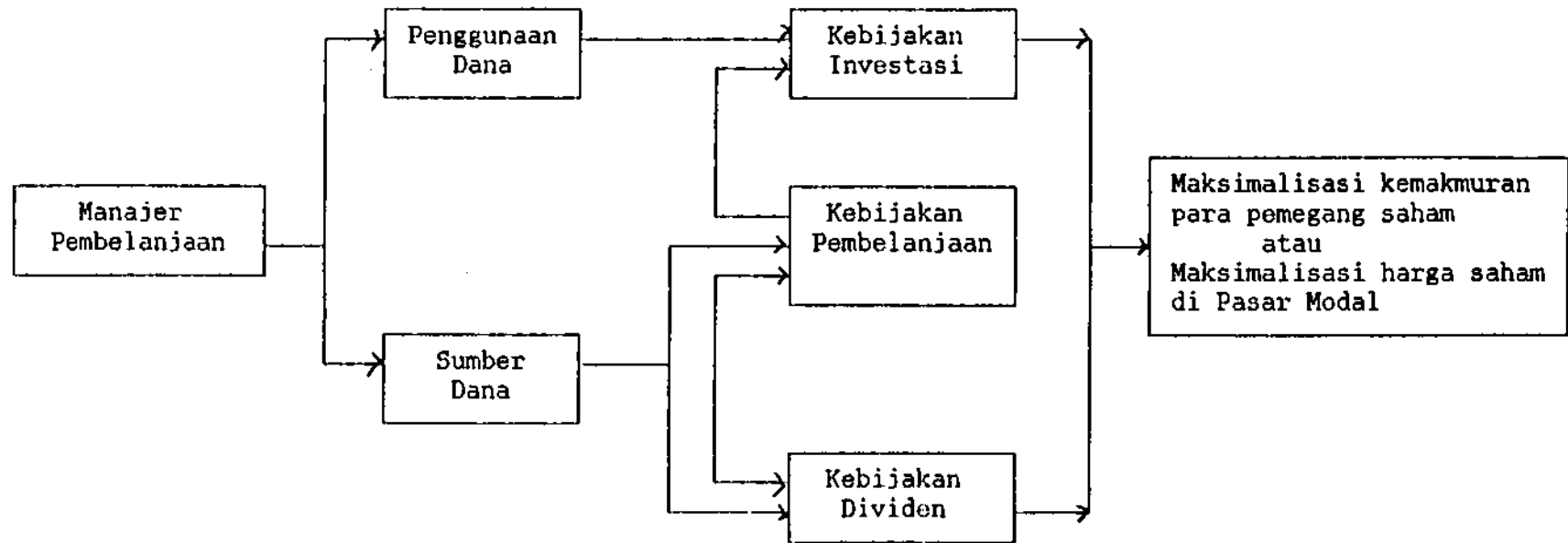
rasio ini disebut Total Debt to Equity Ratio. Total Debt to Equity Ratio ini merupakan variabel bebas X_7 .

Semua cara pembelanjaan yang dilakukan perusahaan sering disebut sebagai kebijakan pembelanjaan, dengan tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau memaksimalkan harga saham di pasar modal. Setelah investasi berjalan dengan cara pembelanjaan yang telah ditentukan dan kemudian pada tutup tahun buku memperoleh keuntungan, maka manajer pembelanjaan harus memikirkan tentang berapa besarnya keuntungan perusahaan tersebut akan dibagikan dalam bentuk dividen-kas kepada para pemegang saham dan berapa besarnya yang harus ditahan di dalam perusahaan. Keputusan ini disebut sebagai kebijakan dividen, tujuannya adalah untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau memaksimalkan harga saham perusahaan di Pasar Modal. Besarnya rasio keuntungan perusahaan yang di bagikan kepada setiap pemegang saham sering disebut Dividend Payout Ratio (DPR) dan ini merupakan rasio antara dividen-kas per lembar saham dengan pendapatan per lembar saham atau Earning Per Share (EPS). Dividend Payout Ratio ini merupakan variabel bebas X_1 . Ketiga fungsi manajemen pembelanjaan harus dilaksanakan oleh manajer pembelanjaan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau memaksimalkan harga saham di Pasar Modal.

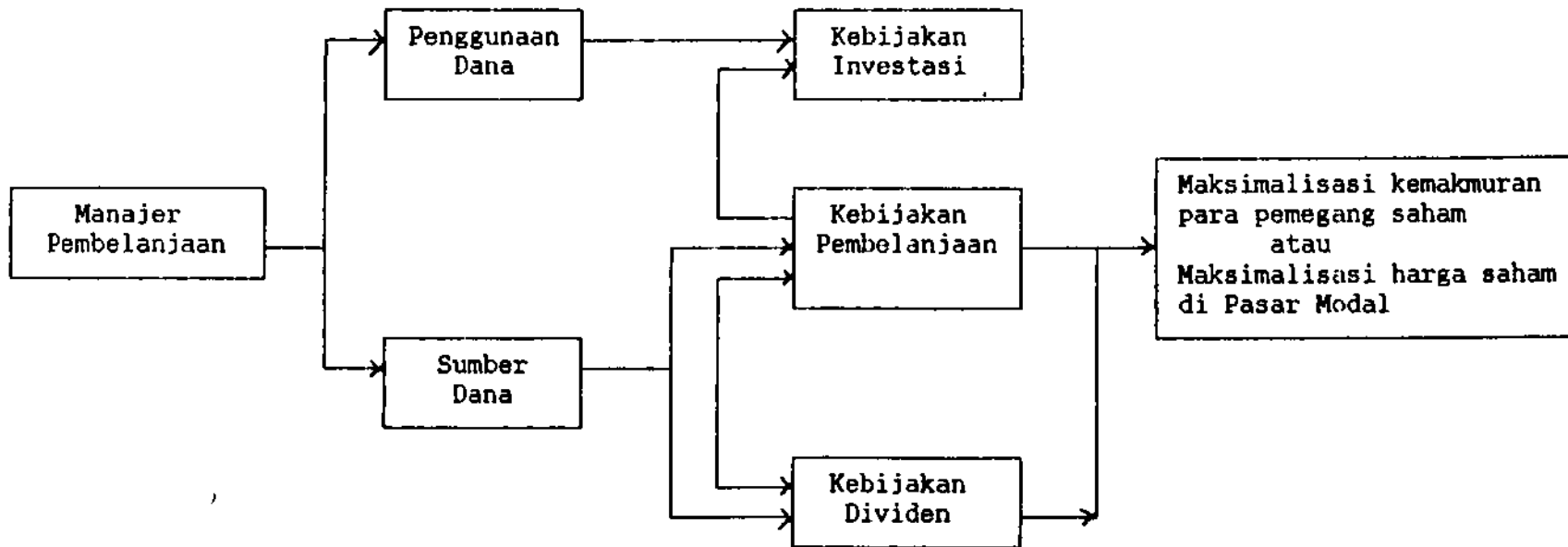


Apa yang terjadi di pasar modal adalah bahwa harga saham berfluktuasi atau tidak menentu, kadang-kadang naik atau turun. Harga saham ini merupakan variabel tidak bebas Y . Perusahaan ada yang membagikan dividen-kas cukup tinggi, rendah dan malahan ada yang tidak sama sekali. Demikian pula ada beberapa perusahaan membelanjai kebutuhan dana seluruhnya dengan modal sendiri; menggunakan pinjaman jangka panjang cukup besar, hanya dengan pinjaman jangka pendek saja dan sebagian besar membelanjai kebutuhan dananya dengan mengadakan kombinasi antara pinjaman jangka panjang dengan modal sendiri dan pinjaman jangka pendek dengan modal sendiri. Beberapa perusahaan mengadakan perluasan dan investasi baru cukup besar, tetapi ada beberapa perusahaan yang tidak melakukan perluasan dan investasi baru sama sekali. Terhadap gambaran keadaan tersebut di atas inilah yang menarik untuk diadakan penelitian, agar dapat diperoleh jawaban yang secara teoritis dapat dipertanggung jawabkan dan mendekati kepastian mengenai pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan terhadap kemakmuran para pemegang saham atau pengaruhnya terhadap harga saham di Pasar modal. Setelah melihat variabel-variabel bebas yang terdapat dalam masing-masing fungsi manajemen pembelanjaan, ternyata ada pembilang dan penyebut dari masing-masing variabel bebas yang sama, sehingga tidak mungkin dianalisis secara bersama-sama.

Gambar 3.1
Tugas Manajer Pembelanjaan



Gambar 3.2
Tugas Manajer Pembelanjaan



Karena itu hanya dua variabel bebas saja yang dianalisis secara bergantian dengan Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai variabel bebas yang terus menerus dianalisis bersama salah satu dari fungsi manajemen pembelanjaan yang lainnya, sesuai dengan Gambar 3.1 dan Gambar 3.2.

Sampai saat ini memang masih belum ada peneliti yang melakukan penelitian terhadap keseluruhan pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham (khususnya di Indonesia); yang sudah dilakukan adalah penelitian mengenai pengaruh masing-masing kebijakan fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham secara sendiri-sendiri. Itulah sebabnya studi ini mempunyai nilai yang amat penting dilihat dari sudut pengembangan ilmu pengetahuan dan pengambil keputusan dalam perusahaan. Hasil studi ini diharapkan dapat menjawab permasalahan tentang *adakah pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk Pasar Modal di beberapa Negara Asean?*

1.2 Penjelasan judul.

Penelitian ini berjudul : "Pengaruh Fungsi Manajemen Pembelanjaan Pada Harga Saham Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean".

Untuk menghindari perbedaan pengertian dengan apa yang dimaksudkan, maka perlu dijelaskan pengertian judul studi ini, sebagai berikut :

Pengaruh : menurut Poerwodarminto (1976), diberikan arti daya yang ada atau yang timbul dari sesuatu yang berkuasa atau yang berkekuatan.¹ Dengan demikian pengaruh diartikan sebagai daya yang timbul dari sesuatu yang berkekuatan dan daya ini dapat positif dan negatif.

Fungsi : Poerwodarminto (1976) memberikan arti sebagai pekerjaan yang dilakukan.² Demikian pula Hanks Patrick, et al (1980) memberikan arti antara lain sebagai berikut : "Function is the natural action of a person or thing in a specific role or to perform the action or role".³ Kedua pendapat di atas ini sebenarnya memberikan arti yang sama yaitu fungsi merupakan pekerjaan yang harus dilakukan oleh seseorang atau sesuatu (lembaga).

1. Poerwodarminto, Kamus Umum Bahasa Indonesia, PN. Balai Pustaka, Cetakan V, Jakarta, 1976, hal. 731.

2. Ibid., hal. 283.

3. Hanks, Patrik, Long, Hill Thomas dan Urdang Lourence, Collins Dictionary Of The English Longuage, William Collins Sons & Co. Ltd, Cetakan Pertama, 1979, London, hal : 588.

Manajemen Pembelanjaan : pengaturan sumber dan penggunaan dana perusahaan dengan sebaik-baiknya agar dapat mencapai tujuan perusahaan melalui 3 (tiga) kebijakan yang harus dilakukan oleh manajer pembelanjaan yaitu kebijakan investasi, kebijakan pembelanjaan dan kebijakan dividen.

Harga Saham Perusahaan : harga saham yang terjadi di pasar modal atau harga saham biasa yang tercatat dalam transaksi jual beli di Pasar Modal.

Yang Masuk Pasar Modal : perusahaan yang sudah mencatatkan dirinya untuk menjual sahamnya di Pasar Modal. Untuk di Indonesia dibatasi dari tahun 1979 sampai dengan 1987. Pasar Modal Malaysia dari tahun 1979 sampai dengan tahun 1984, Pasar Modal Singapura dari tahun 1979 sampai dengan tahun 1986 dan Pasar Modal di Thailand dari tahun 1980 sampai tahun 1984.

Di beberapa Negara Asean : beberapa negara yang masuk anggota Asean yaitu : Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand.

Jadi arti secara keseluruhannya adalah apa yang ditimbulkan oleh adanya kebijakan investasi, pembelanjaan dan dividen pada harga saham perusahaan yang masuk pasar

modal di beberapa negara Asean atau apa yang ditimbulkan oleh pekerjaan yang dilakukan Manajer Pembelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk pasar modal di beberapa Negara Asean.

1.3 Ruang Lingkup Studi.

Studi ini meliputi beberapa Negara di Asean yang memiliki Pasar Modal dari tahun 1979 sampai 1987 untuk Indonesia, 1979 sampai 1984 untuk Malaysia, 1979 sampai 1986 untuk Singapura dan 1980 sampai 1984 untuk Thailand. Philipina tidak diikutkan dalam studi karena pada saat diadakan studi lapangan negara ini sedang dilanda kekacauan politik dan ekonomi sehingga tidak mungkin untuk memperoleh data yang diperlukan. Walaupun penulis membahas pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean, tetapi *"tekanan pembahasan adalah lebih banyak diberikan pada pengaruh kebijakan dividen pada harga saham"*. Pembahasan kebijakan investasi yang dicerminkan dari rasio antara laba bersih setelah pajak dengan seluruh asset dan rasio antara laba bersih setelah pajak dengan seluruh modal sendiri (Total Equity) merupakan bagian yang juga mendapatkan porsi yang cukup untuk dianalisis, tetapi tidaklah sebanyak dalam kebijakan dividen.

Demikian juga kebijakan pembelanjaan perusahaan yang dicerminkan dari besarnya utang jangka pendek ditambah utang jangka panjang dibandingkan dengan seluruh asset, serta perbandingan antara utang jangka panjang dengan seluruh equity dan perbandingan antara utang jangka panjang dengan seluruh equity ditambah utang jangka panjang merupakan bagian yang mendapatkan porsi tersendiri dalam analisa lebih lanjut. Akhirnya perbandingan antara utang jangka pendek ditambah utang jangka panjang dengan seluruh equity yang merupakan bagian dari kebijakan pembelanjaan perlu juga di analisis. Dari hasil masing-masing kebijakan di atas dicoba untuk mengambil kesimpulan tentang hasil yang diperoleh dalam pengujian secara teoretis dan statistik.

1.4 Perumusan Masalah.

Dari apa yang telah diuraikan dimuka, maka dapat dirumuskan pokok permasalahan yang akan diteliti yaitu :

1. Apakah ada pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan terhadap harga saham perusahaan di pasar modal ?

Karena fungsi manajemen pembelanjaan merupakan 3 (tiga) kebijakan utama yang harus dilakukan oleh manajer pembelanjaan yaitu : kebijakan investasi, kebijakan pembelanjaan dan kebijakan dividen, maka pokok

permasalahan di atas dapat diturunkan menjadi beberapa sub- permasalahan :

- 1.1 Apakah ada pengaruh kebijakan investasi pada harga saham perusahaan di pasar modal. Kalau memang ada seberapa besarnya pengaruh tersebut.
 - 1.2 Apakah ada pengaruh kebijakan pembelanjaan pada harga saham perusahaan di pasar modal. Kalau memang ada pengaruhnya, berapa besar pengaruh kebijakan pembelanjaan pada harga saham di pasar modal.
 - 1.3 Apakah ada pengaruh kebijakan dividen pada harga saham perusahaan di pasar modal ? Kalau memang ada pengaruhnya, berapa besarkah pengaruh kebijakan dividen tersebut pada harga saham di Pasar Modal ?
 - 1.4 Fungsi manajemen pembelanjaan mana yang mempunyai pengaruh terbesar pada perubahan-perubahan harga saham di pasar modal ?
2. Apakah pengaturan harga (Price Regulation) yang dilakukan Pemerintah di Pasar Modal, mempunyai pengaruh terhadap peranan fungsi manajemen pembelanjaan untuk mempengaruhi perubahan harga saham ?

1.5 Tujuan Dan Manfaat Studi.

1.5.1 Tujuan Studi.

Mengingat fungsi manajemen pembelanjaan terdiri dari berbagai kebijakan yang harus dilakukan oleh manajer pembelanjaan, maka tujuan pokok studi ini adalah untuk dapat mengetahui pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada kemakmuran para pemegang saham atau perubahan harga saham perusahaan.

Setelah itu perlu juga diketahui fungsi manajemen pembelanjaan mana yang mempunyai pengaruh paling besar terhadap perubahan harga saham. Akhirnya perlu juga diketahui pengaruh adanya pengaturan harga terhadap peranan fungsi manajemen pembelanjaan dalam perubahan harga saham.

1.5.2 Manfaat Studi.

Manfaat studi ini adalah agar dapat memberikan sumbangan kepada ilmu pengetahuan, khususnya kepada teori manajemen pembelanjaan yang sampai saat ini permasalahannya belum terselesaikan khususnya mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham. Di samping sumbangan untuk ilmu pengetahuan, maka studi ini diharapkan dapat digunakan oleh para praktisi guna menentukan pilihan kebijakan yang akan dilakukan, sehingga manajer pembelanjaan akan lebih jelas

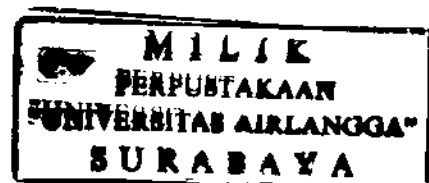
mengetahui akibat kebijakan yang dilakukan dan yang akan dilakukan. Dengan diketahuinya pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan oleh manajer pembelanjaan terhadap harga saham, maka para praktisi tidak perlu lagi melihat hal-hal lain atau kalau memang fungsi manajemen pembelanjaan tidak mempunyai pengaruh maka para praktisi haruslah memperhatikan hal-hal di luar berbagai fungsi manajemen pembelanjaan dalam rangka mengetahui arah gerakan harga saham di pasar modal.

1.6 Sistematika Studi.

Studi ini dibagi dalam 7 (tujuh) bab. Bab I merupakan bab pendahuluan, yang berisi uraian tentang latar belakang permasalahan, penjelasan judul, ruang lingkup analisis, perumusan masalah, tujuan dan manfaat studi serta organisasi studi.

Bab II merupakan bab yang membahas landasan teori yang berisi uraian tentang tinjauan pustaka, tinjauan teoritis mengenai kebijakan investasi, kebijakan pembelanjaan serta kebijakan dividen dan hipotesis.

Bab III merupakan bab yang menjelaskan metode penelitian, yang berisi uraian tentang populasi dan sampel, variabel penelitian, bahan atau materi, prosedur pengambilan dan pengumpulan data, cara atau teknik analisis data.



Bab IV merupakan bab yang membahas mengenai perkembangan Pasar Modal di beberapa negara Asean yaitu Pasar Modal di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand.

Bab V merupakan diskripsi hasil penelitian yang berisi uraian tentang besarnya Return On Investment, Return On Equity, Debt Ratio, Debt to Equity Ratio, Debt to Capitalization Ratio, Total Debt to Equity Ratio dan Dividend Payout Ratio beserta analisisnya.

Bab VI merupakan analisis hasil penelitian dengan menggunakan Model.

Bab VII merupakan bab yang menguraikan kesimpulan dan saran-saran dari hasil penelitian.

B A B II

T I N J A U A N P U S T A K A

2.1 Penelitian Terdahulu Tentang Fungsi Manajemen Pembelanjaan.

Dalam penelitiannya Boumol, et al. mengatakan:

"The rate of return earned on internally financed investment was significantly lower than that earned on investments financed externally. This is consistent with the view that more must be earned on externally funded capital outlay because external financing is most costly."⁴

Ini berarti rate of return yang diperoleh dari investasi yang di belanjai dengan modal luar lebih besar dari investasi yang dibelanjai dengan modal intern. Selanjutnya Myers menyimpulkan dalam penelitiannya bahwa :
 "... in principle corporate investment and financing decisions should be made simultaneously, since the decisions interact in important ways..⁵

4. Boumol, Hein, Malciel dan Quandt, "Earnings Retention, New Capital and the Growth of the firm" The Review of Economic and Statistic, 52 (November 1970), hal : 345-355

5. Stewart .C, Myers, "Interactions of Corporate Financing and Investment Dicionsions - Implications for Capital Budgeting", The Journal of Finance, No. 1, Volume XXXIX, USA, 1974, hal : 23.

Demikian juga apa yang dilakukan oleh, Myers and Pogue yang memberikan kesimpulan bahwa :

"....the model's main theoretical contributions is its simultaneous treatment of investment financing and dividend decisions in a framework consistent with the main result of modern financing theory..."⁶

Peneliti lainnya : Toggart JR berkesimpulan bahwa :

"....the present study contributes to the understanding of corporate financing pattern by including a market value debt-equity ratio as a determinant of long-term debt capacity and by using an estimation technique which explicitly accounts for balance sheet interrelationships..."⁷

Di samping itu masih ada beberapa peneliti lainnya seperti Fama (1974) yang menyimpulkan bahwa : "... a firms investment and dividend policies are independent."⁸

6. Stewart C. Myers dan Gerald A. Pogue, "A Programming Approach to Corporate Financial Management", The Journal of Finance, No. 1, Volume XXXIX, USA, 1974, hal : 598.

7. Robert A. Toggart JR, "A Model of Corporate Financing Decisions", The Journal of Finance, No. 5, Volume XXXII, USA, 1977, hal : 1483 - 1484.

8. Eugene F. Fama, "The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms", American Economic Review, XXXXXIV, (June 1974), hal : 304 -318.

Selanjutnya Black and Scholes mendukung apa yang disimpulkan Fama, dengan mengatakan bahwa : "... in short the market price of firms share does not depend in any significant way on dividend policy."⁹

Akhirnya, Litzenberger and Ramaswamy mengatakan, bahwa : "Investor may prefer a dollar of capital gains to a dollar of dividend."¹⁰ Dengan melihat apa yang pernah dilakukan oleh peneliti-peneliti terdahulu, maka penelitian yang dilakukan merupakan cara lain untuk melihat pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan terhadap harga saham perusahaan yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean. Apa lagi lingkup penelitiannya yang merupakan satu cara untuk mengetahui pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand.

9. F. Black dan MS, Scholes, "The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns", Journal of Financial Economic, 1 (June 1974), hal : 1-22.

10. Litzenberger dan Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices Theory and Empirical Evidence", Journal of Financial Economics, VII (June 1979), hal : 163 - 195.

2.2 Landasan Teori.

Van Horne, mengatakan bahwa :

The functions of finance involve three major decisions the firm must make : the investment decision, the financing decision, and the dividend decision. Each must be considered in relation to the objective of the firm; an optimal combination of the three will maximize the value of the firm to its shareholders because decisions are interrelated, we must consider the joint impact on the market price of the firm's stock. 11

Apa yang diutarakan oleh Van Horne, di atas ini dapat dibenarkan dengan alasan bahwa perusahaan haruslah mengambil keputusan (khususnya dalam bidang pembelanjaan perusahaan) yang pokok yaitu : untuk keperluan pengembangan dan perluasan perusahaan serta sumber-sumber dana yang dapat digunakan untuk membiayai keperluan pengembangan dan perluasan perusahaan tersebut. Setelah akhir tahun, perusahaan harus mengambil keputusan tentang pembagian laba yang diperoleh perusahaan (kalau ada). Berapa besar laba tersebut yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar yang harus ditahan dalam perusahaan.

Keputusan-keputusan ini harus diambil oleh perusahaan (khususnya manajer pembelanjaan) agar tercapai kelangsungan kehidupan perusahaan di masa mendatang.

11. James. C, Van Horne, Financial Management and Policy, Prentice-Hall International Inc., Edisi ke-6, 1983, USA, hal : 8.

Karenanya, perusahaan haruslah selalu melakukan investasi baik dalam aktiva lancar (kas, piutang dan persediaan) dan aktiva tetap (gedung, mesin).

Untuk menentukan apakah investasi yang dilakukan tersebut menguntungkan atau tidak, digunakan pendekatan Payback Period, Net Present Value dan Internal Rate of Return. Apakah perusahaan telah menggunakan seluruh aktiva secara efisien dan efektif, maka yang digunakan sebagai tolok ukur adalah Return on Investment atau Return on Equity. Return on Investment merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak (net profit after tax) dibagi dengan seluruh asset, sedangkan Return on Equity merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak (net profit after tax) dibagi dengan seluruh modal sendiri (Equity).

Di samping keputusan investasi, maka manajer perusahaan harus memutuskan cara pembelanjaan yang paling baik untuk membelanjai pengembangan dan investasi baru perusahaan. Apakah investasi tersebut dibelanjai dengan menggunakan pinjaman jangka panjang (Debt) ataukah dengan saham baru (Equity), hal ini tergantung dari besarnya biaya modal yang digunakan untuk membelajai investasi tersebut.

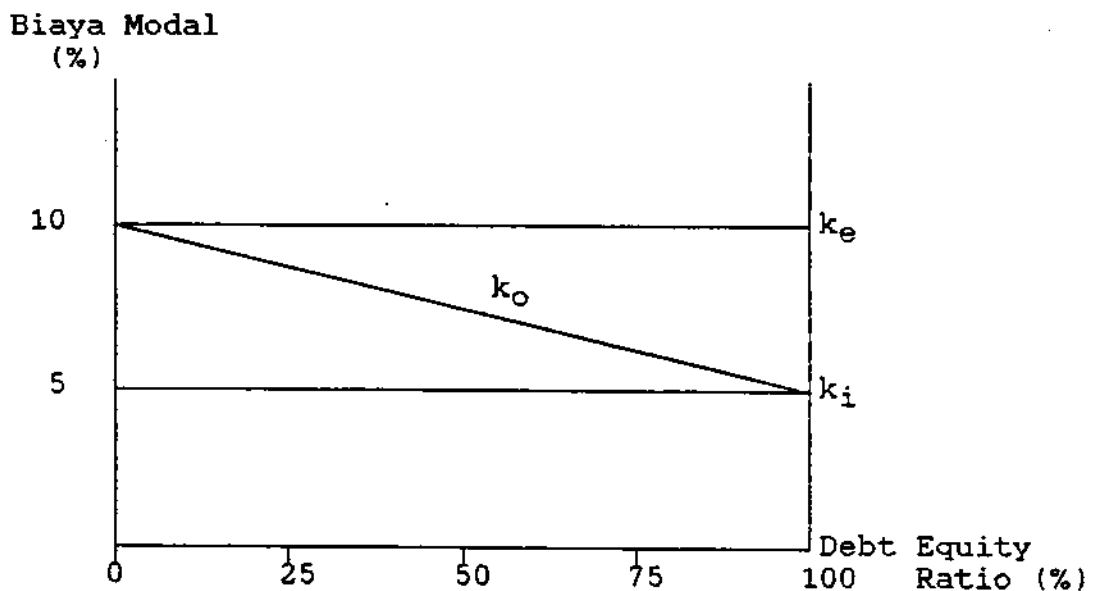
Ada tiga teori yang dapat digunakan untuk mengadakan penilaian atas cara pembelanjaan perusahaan, antara lain :

1. Teori David Durand.
2. Teori Tradisional.
3. Teori Modigliani dan Miller.

ad 1. Pada teori David Durand dijelaskan, bahwa ada 2 pendekatan yaitu :

- a) Pendekatan Net Income (NI), yang menjelaskan bahwa berapapun besarnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam perusahaan tidak akan mempunyai pengaruh terhadap total value of the firm. Di sini biaya pinjaman jangka panjang (Debt) dan biaya Equity tinggal tetap dengan bertambahnya pinjaman jangka panjang (Debt). Keadaan ini dapat dijelaskan dalam gambar sebagai berikut:

Gambar 4
Struktur Modal
Menurut Pendekatan Net Income



Sebagai akibatnya, harga saham perusahaan akan meningkat. Apa yang diutarakan dan disimpulkan dalam pendekatan Net Income di muka kurangnya tepat dengan menyatakan biaya utang jangka panjang (Debt) tinggal tetap dengan meningkatnya utang jangka panjang (Debt) dalam perusahaan. Hal ini tidak mungkin, karena perusahaan dengan utang jangka panjang (Debt) yang semakin meningkat akan menjadi bertambah tinggi risikonya di mata investor (pemilik modal). Dengan bertambah tinggi risiko perusahaan maka biaya utang jangka panjang (Debt) akan menjadi bertambah tinggi pula.

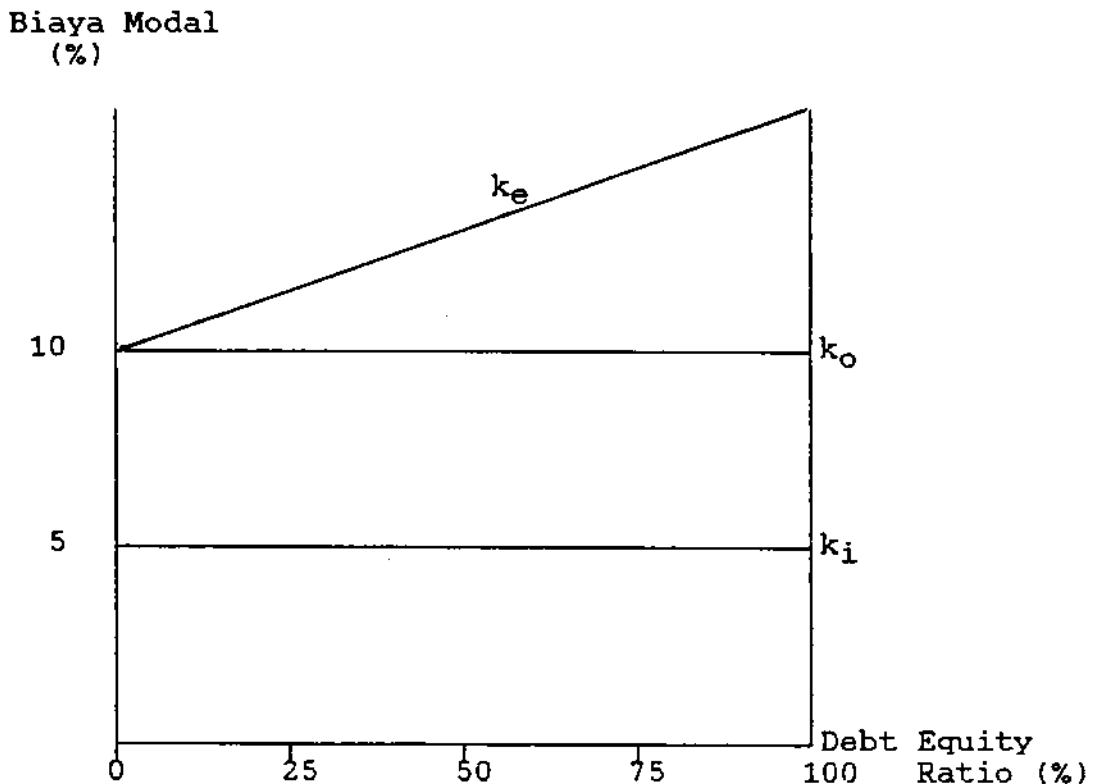
Apa yang diungkapkan di atas, tidak berbeda dengan pandangan Brigham, yang menjelaskan sebagai berikut : "Under Net Income (NI), K_e is assumed to be fixed and constant regardless of the firm's degree of financial leverage".¹²

- b) Pendekatan Net Operating Income (NOI), yang menjelaskan bahwa total value of the firm diperoleh dengan mengkapitalisasikan pendapatan sebelum bunga dan pajak atau Earning Before Interest and Taxes (EBIT) pada tingkat rata-rata

12. Eugene F. Brigham, Financial Management Theory and Practice. The Dreyden, Edisi ke-2, USA, 1979, hal : 602.

seluruh biaya modal (K_0). Biaya pinjaman jangka panjang (Debt) (K_i) masih tinggal tetap dengan meningkatnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam perusahaan, tetapi biaya equity (K_e) akan meningkat dengan meningkatnya komponen pinjaman jangka panjang (Debt) dalam struktur modal perusahaan. Hal ini dapat dilihat dalam gambar sebagai berikut :

Gambar 5
Struktur Modal
Menurut Pendekatan Net Operating Income



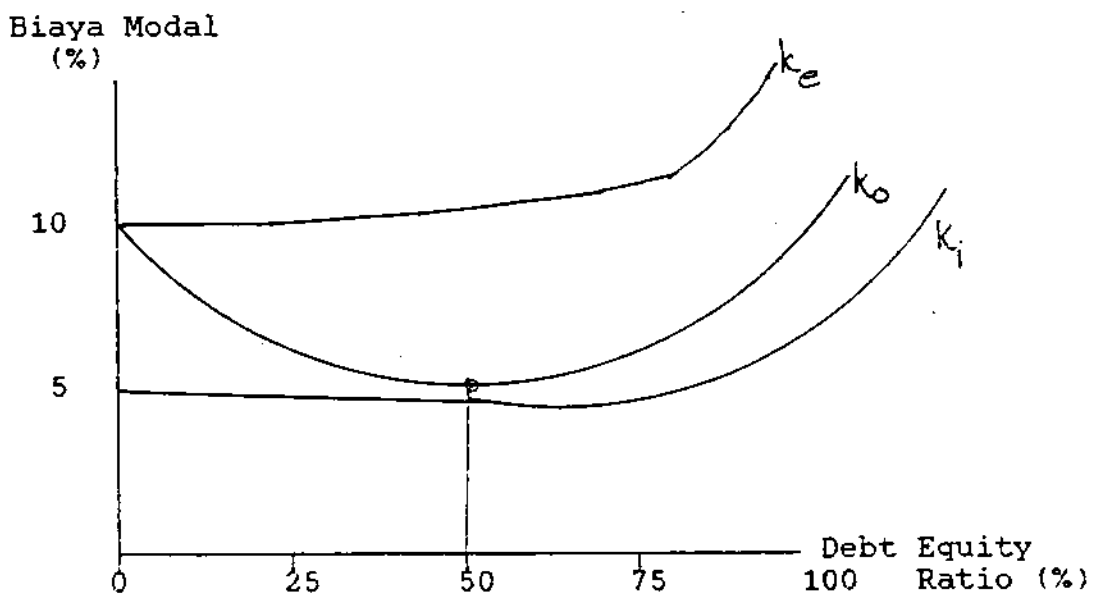
Di sini nilai total perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya, demikian pula harga saham perusahaan tidak mengalami perubahan akibat ada perubahan struktur modal. Akhirnya dengan Net Operating Income "tidak ada" apa yang disebut dengan struktur modal yang optimal.

ad 2. Teori Tradisional.

Teori ini mengatakan bahwa ada struktur modal yang optimal dan perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui penggunaan sejumlah tertentu dari leverage. Keadaan ini dapat dijelaskan dengan gambar sebagai berikut :

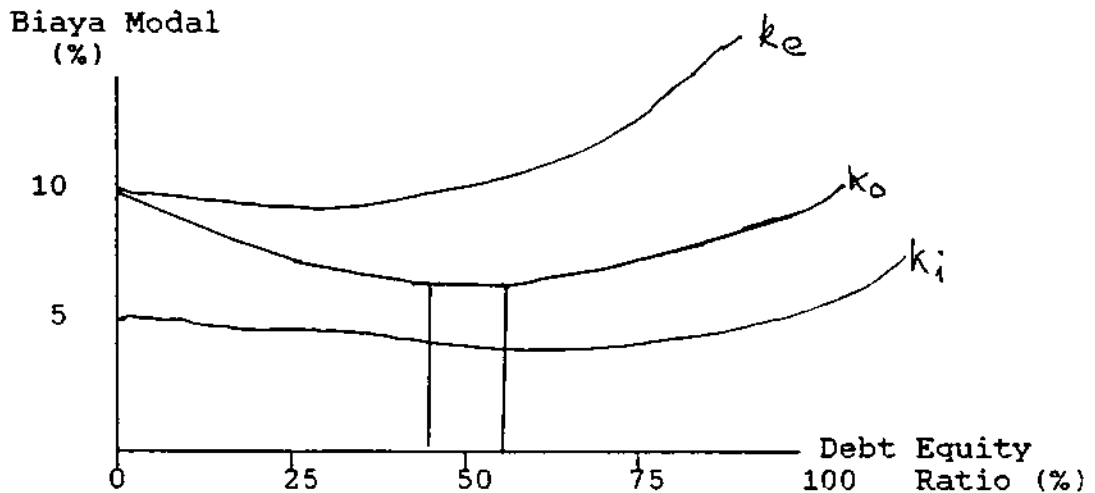
Gambar 6

Struktur Modal Menurut Teori Tradisional



Dengan bertambahnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam struktur modal maka biaya pinjaman jangka panjang (Debt) sampai pada jumlah pinjaman jangka panjang (Debt) tertentu akan tidak berubah. Tetapi setelah batas tertentu pinjaman jangka panjang (Debt) terus ditingkatkan maka biaya pinjaman jangka panjang (Debt) akan semakin meningkat. Hal ini disebabkan risiko perusahaan di mata investor akan bertambah besar sehingga biaya pinjaman jangka panjang (Debt) tersebut meningkat. Dengan meningkatnya biaya pinjaman jangka panjang (Debt) tersebut maka biaya equity juga ikut meningkat untuk dapat menutupi biaya pinjaman jangka panjang (Debt) yang semakin meningkat tersebut. Struktur modal yang optimal tercapai pada saat tambahan biaya marginal dari pinjaman jangka panjang (Debt) adalah sama dengan tambahan biaya marginal dari equity. Keadaan seperti ini memang sulit dicapai dalam praktek, karena hal tersebut (struktur modal yang optimal) hanya merupakan gambaran keadaan dalam jangka pendek. Setelah itu titik optimal akan berubah lagi, karenanya struktur modal yang optimal akan terjadi pada batas antara titik D dan C, seperti terlihat dalam Gambar 7.

Gambar 7
Struktur Modal
Dalam Keadaan Nyata



ad 3. Teori Modigliani dan Miller.

Modigliani dan Miller, mendukung apa yang dijelaskan dalam Pendekatan Net Operating Income (NOI). Di samping itu Modigliani dan Miller mengatakan bahwa investor dapat mengganti pinjaman yang dilakukan perusahaan dengan pinjaman yang dilakukan secara perorangan secara sempurna dan ini harus dilakukan dalam keadaan pasar modal yang sempurna. Dengan demikian berapapun besarnya pinjaman jangka panjang (Debt) dalam perusahaan tidak akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan harga pasar dari saham.

2.3 Pengertian dividen.

Salah satu keputusan yang harus diambil oleh pimpinan perusahaan, di samping keputusan investasi dan pembelanjaan, adalah keputusan mengenai besarnya dividen. Keputusan mengenai besarnya dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham muncul, setelah perusahaan dalam operasinya selama jangka waktu tertentu (biasanya 1 tahun) dapat memperoleh laba. Di sinilah manajer pembelanjaan harus mengambil keputusan setelah disetujui dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) mengenai besarnya bagian laba yang harus dibagikan kepada para pemegang saham dan besarnya bagian laba yang harus ditahan guna keperluan investasi dan pengembangan perusahaan.

Dalam perusahaan yang berbentuk Firma dan Commanditer, pimpinan perusahaan tidaklah perlu meminta persetujuan para pemegang saham dalam hal membagikan laba yang diperoleh kepada para pemilik perusahaan. Akan berbeda halnya dengan perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas, pimpinan perusahaan harus minta persetujuan terlebih dahulu kepada rapat para pemegang saham yang khusus diadakan untuk itu. Besarnya laba yang dibagikan kepada para pemegang saham ini disebut sebagai "Dividend" atau dalam bahasa latinnya disebut "Dividendum".

Ada beberapa pendapat yang perlu diperhatikan untuk dapat memberikan pengertian terhadap dividen tersebut, antara lain dari Yan Pramadya Puspa, yang memberikan pengertian dividen sebagai berikut :

"...dalam halnya mendirikan suatu perusahaan diperlukan modal atau pada suatu perseroan terbatas, surat tanda ikut serta dalam mendirikan (menanamkan modal) pada suatu perseroan terbatas tadi dinamakan saham. Setiap pemegang saham memiliki hak untuk mendapatkan keuntungan perusahaan." ¹³

Pendapat Yan Pramadya Puspa di atas hanyalah melihat dari sisi hak para pemegang saham. Dia tidak melihat bahwa pimpinan perusahaan dapat saja menahan laba yang diperoleh dalam perusahaan untuk keperluan pengembangan perusahaan. Gambaran lain dapat kita lihat dari Gifis yang mengatakan : "Dividend is a distribution of profit or earning to shareholders."¹⁴

13. Puspa Yan Pramadya, Kamus Hukum. Edisi Lengkap Bahasa Belanda. Indonesia dan Inggris, CV. Aneka, Semarang, 1977, hal : 322.

14. Steven H. Gifis, Law Dictionary, Borron's Education Service, Inc., New York, USA, 1975, hal :63.

Lain halnya dengan Panitia Istilah Mengenai Lembaga Pendidikan dan Pembinaan Manajemen yang memberikan pengertian sebagai berikut :

"dividen adalah bagian laba atau pendapatan perusahaan yang besarnya ditetapkan oleh Direksi serta disyahkan oleh rapat pemegang saham, untuk dibagikan kepada pemegang saham, pembayarannya diatur menurut ketentuan yang berlaku pada tiap jenis saham." 15

Masih ada lagi pendapat Philip yang mengatakan bahwa : "Dividend is a share in a pro-rata distribution (as of profit) to shareholders."16

Akhirnya Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa Departemen P Dan K, memberikan pengertian : "Dividend adalah bagian laba atau pendapatan perusahaan yang besarnya ditetapkan oleh Direksi serta disahkan oleh rapat pemegang saham untuk dibagikan kepada para pemegang saham.17

15. Panitia Istilah Mengenai Lembaga Pendidikan dan Pembinaan Manajemen, Kamus Istilah Manajemen, Balai Aksara, Cetakan ke II, Jakarta 1980, hal : 80.

16. Babcock Gove Philip, Webster's Third New International Dictionary of The English Language Unabridged, Merriam + Webster Inc. Publisher, USA, 1986, hal : 663

17. Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa Departemen P Dan K, Kamus Besar Bahasa Indonesia, Balai Pustaka, Cetakan ke - I, Jakarta, 1988, hal :210.

Pada garis besarnya, baik itu pendapat Gifis, Panitia Istilah Mengenai Lembaga Pendidikan dan Pembinaan Manajemen maupun dari Philip dan Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan Dan Pengembangan Bahasa Departemen P & K memberikan pengertian yang tidak jauh berbeda satu dengan lainnya, hanya saja pendapat yang diberikan oleh Panitia Istilah Mengenai Lembaga Pendidikan Dan Pembinaan Manajemen adalah lebih baik. Hal ini didasarkan pada beberapa alasan yaitu : memenuhi semua unsur-unsur yang ada antara lain, harus ada bagian laba yang akan dibagikan, harus diputuskan oleh direksi, sebagai pengambil keputusan, harus disetujui oleh rapat umum para pemegang saham. Tetapi, perusahaan dapat saja membagikan dividen walupun dalam keadaan rugi. Ini dapat dilakukan dengan cara mengambil dari cadangan yang terkumpul di tahun-tahun lampau.

2.4 Tujuan Pembagian dividen

Sesuai dengan fungsi manajemen pembelanjaan yang ada, maka pembagian dividen bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham atau harga saham.

Gitman, mengatakan bahwa : "The dividend policy must be formulated with two basic objectives in mind-maximizing the wealth of the firm's owners and providing for sufficient financing".¹⁸

Disini Gitman, mengatakan bahwa tujuan kebijakan dividen dalam jangka panjang adalah memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham disamping untuk dapat memperoleh dana untuk membelanjai perusahaan.

Pendapat lain dari Bolten, mengatakan :

"There are some possible dividend policy objective you might consider : stability of the dollar amount of the dividend, stability of the payout ratio, a policy of extra dividends and finally a residual dividend policy."¹⁹

Dari kedua pendapat tersebut, pendapat Gitman adalah lebih baik dengan alasan bahwa semua kebijakan pembelanjaan mempunyai tujuan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham. Di samping itu, untuk dapat membelanjai kebutuhan dana perusahaan dengan menggunakan dana intern karena dilihat dari segi biaya akan menjadi lebih murah. Alasannya adalah, apabila perusahaan dalam rangka membelanjai pertumbuhannya menggunakan dana ekstern, maka

18. Lawrence J. Gitman, Principles of Managerial Finance, Harper Row Publisher, Edisi ke-3, USA, 1982, hal : 520.

19. Steven J. Bolten, Managerial Finance, Principles and Practice, Houghton Mifflin Coy, USA, 1976, hal : 367 - 369.

harus dibayar biaya pendaftaran di pasar modal (floatation cost) yang secara relatif akan lebih mahal. Di samping itu, masih perlu untuk menambah beberapa tujuan pembagian dividen, antara lain : untuk menunjukkan "likuiditas perusahaan". Jadi dengan dibayarkannya dividen-kas maka perusahaan tersebut di mata investor mempunyai likuiditas yang cukup baik. Apalagi kalau perusahaan tersebut mampu memberikan dividen-kas yang lebih besar. Kemudian dengan dibayarkannya dividen-kas secara terus menerus, manajer pembelanjaan berharap agar perusahaan dianggap mempunyai "stabilitas yang tinggi". Kontinuitas pembayaran dividen-kas akan membuat investor yakin bahwa perusahaan tersebut adalah stabil, walaupun dalam situasi ekonomi yang sulit. Demikian juga bahwa dengan adanya pembagian dividen maka perusahaan ingin menunjukkan kemampuannya terhadap para investor. Ini berarti perusahaan mampu menghadapi segala gejolak ekonomi dan mampu pula memberikan hasilnya kepada para pemegang saham. Akhirnya perusahaan membayarkan dividen-kas demi untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham agar dapat memperoleh pendapatan tetap.

2.5 Kebijakan dividen.

2.5.1 Pengertian Kebijakan dividen

Perusahaan harus memutuskan berapa besarnya laba pada suatu periode tertentu yang ditahan dan berapa besar yang dibagikan kepada para pemegang saham. Board of Director dari suatu perusahaan haruslah memutuskan dan bertanggung jawab untuk menetapkan besarnya bagian laba yang harus ditahan dalam perusahaan dan besarnya yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Menurut Bolten, dividend policy diartikan sebagai berikut : "The Guiding Principle in determining what portion of earning should be paid out in dividends during the coming period."²⁰

Pendapat lain dari Weston & Brigham menyatakan sebagai berikut : "Dividend policy determines the division of earning's between payments to shareholder and re-investment in the firm." ²¹

Pada pandangan Bolten, tekanannya adalah bahwa dividend policy merupakan prinsip untuk membantu mengambil keputusan tentang pembagian laba kepada para pemegang

20. Ibid. hal : 366.

21. Fred Weston dan Eugene F. Brigham, Managerial Finance, Holt Rinehart and Winston, Edisi ke-6, London, 1979, hal : 543.

saham. Sedangkan Weston & Erigham berpendapat bahwa dividend policy adalah untuk menentukan pembagian pendapatan yang harus dibagi antara para pemegang saham dan yang ditahan dalam perusahaan.

Lain halnya dengan Brealy & Myers yang menyatakan bahwa : "Dividend policy as trade-off between retained earnings on the one hand and paying out cash and issuing new shares on the other."²²

Demikian pula pendapat Gitman, yang menyatakan : "Dividend policy is to produce a desired level of retained earnings while satisfying the current requirement of the firm shareholders."²³ Pada dasarnya kedua pendapat di atas, baik dari Brealy & Myer dan Gitman, memberikan arti yang tidak berbeda terhadap kebijakan dividen tetapi Brealey & Myers memberikan tekanan pada masalah keseimbangan antara laba yang ditahan dengan membayarkan kas, sedangkan Gitman, memberikan penekanan pada usaha agar para pemegang saham puas dengan tindakan menahan laba dalam perusahaan pada tingkat tertentu.

22. Richard Brealy dan Stewart C. Myers, Principles of Corporate Finance, Mc Grow-Hill Inc., Edisi ke-1, USA, 1981, hal : 324.

23. Lowrence J. Gitman, Op.Cit, hal : 507.

Kiranya pendapat Van Horne, agak lebih menekankan pada besarnya persentase laba yang harus dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas, antara lain menyatakan bahwa : "Dividend policy is the percentage of earnings paid to stockholders in cash."²⁴

Pendapat Levy & Sarnat, adalah sebagai berikut : "Dividend policy is the proportion of the earnings which should be distributed to its stockholder in the form of cash dividends." ²⁵

Pandangan Levy & Sarnat paling sesuai dalam memberikan pengertian mengenai kebijakan dividen, sekalipun tidak jauh berbeda dengan pendapat penulis-penulis lainnya. Hal ini didasarkan pada pemikiran bahwa kebijakan dividen adalah keputusan mengenai besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. Dengan demikian pengambil keputusan haruslah dapat menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas dan meminta persetujuan dalam rapat umum para pemegang saham yang khusus diadakan untuk itu.

24. James C. Van Horne, Financial Manaiement and Policy, Prentice Hall Inc., Edisi ke-5, USA, 1980, hal : 323.

25. Haim Levy dan Marshall Sarnat, Capital Investment and Financial Decisitions, Prentice Hall International, Edisi ke-1, London 1978, hal : 300.

Hanya dengan persetujuan rapat umum para pemegang saham itulah, maka pengambil keputusan baru dapat merealisasikan kebijakan yang akan diambil.

2.5.2 Teori Kebijakan Dividen.

Dalam hubungan dengan teori kebijakan dividen, ada beberapa pendapat yang perlu diketahui antara lain seperti apa yang dikatakan oleh Schall dan Haley, sebagai berikut :

"There is controversy as to whether dividend policy matters at all ! There are two schools of thought : the imperfect market school, which argues that dividend policy matters, and the perfect market school, which argues that dividend policy is irrelevant."²⁶

Di sini Schall and Halley, mengatakan bahwa ada 2 (dua) kelompok pemikir mengenai teori kebijakan dividen yaitu : kelompok pemikir pertama dengan pandangannya bahwa kebijakan dividen tersebut mempunyai pengaruh terhadap harga saham dan value atas perusahaan dan kelompok pemikir kedua dengan pandangan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh atas harga saham dan nilai perusahaan.

26. Lawrence D. Schall dan Charles W. Haley, Introduction to Financial Management, Mc. Grow-Hill Book Co, Edisi ke-4, USA, 1986, hal : 358.

Pandangan lainnya adalah dari Brigham, yang antara lain mengatakan, bahwa :

"The basis of Theory is that investors prefer to have the firm retain and reinvest earnings rather than pay them out in dividends if the return on reinvested earnings exceeds the rate of return they could obtain on other investments of comparable risk. 27

Pada garis besarnya, apa yang dikatakan oleh Brigham, menjelaskan tentang "The Residual Theory of Dividend". Teori ini akan diuraikan lebih lanjut didasarkan pada pengertian "Residual" yang berarti "left-over" berbunyi sebagai berikut: dividen baru akan dibayarkan hanya kalau masih ada sisa pendapatan, setelah investasi laba dilaksanakan.

Selanjutnya pandangan dari Finnerty, adalah :

"There are four schools of thought according to dividend policy : bird-in-the-hand argument, the opposite stance, dividend irrelevance and lastly dividend policy is relevant to share valuation."²⁸

27. Eugene F. Brigham, Financial Management Theory and Practice, The Dryden Press, Edisi ke-2, USA, 1979, hal : 619.

28. John D. Finnerty, Corporated Financial Analysis A Comprehensive Guide to Real world Approaches for financial Managers, Mc. Graw-Hill Coy, Edisi ke-1, USA, 1986, hal : 199 - 200.

Kalau ketiga pandangan di atas ini disimpulkan, maka teori kebijakan dividen dapat digolongkan kedalam 2 (dua) kelompok besar yaitu :

1. The Residual Theory of Dividend.
2. The Bird-in-the-Hand Theory of Dividend.

ad.1 : The Residual Theory of Dividend.

Pemikiran dasar teori ini adalah, bahwa investor akan lebih senang apabila laba yang diperoleh perusahaan ditahan dalam perusahaan untuk diinvestasikan kembali, daripada dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas dividen. Ini dapat dilakukan, apabila rate of return on reinvestment laba tersebut lebih besar dari rate of return yang investor bisa peroleh apabila diinvestasikannya sendiri, maka investor akan lebih senang agar laba tersebut ditahan dalam perusahaan. Di samping itu, perusahaan akan dapat dana murah dengan pembelanjaan intern dibandingkan dengan menggunakan dana ekstern untuk pengembangan usaha. Seperti kita ketahui, dana untuk pembelanjaan perusahaan berasal dari pinjaman, laba yang ditahan dan menjual saham baru. Dana untuk keperluan investasi akan lebih baik kalau dibelanjai dengan menggunakan equity capital yang terdiri dari laba ditahan dan menjual saham baru, ini berarti perusahaan mengadakan investasi dalam bentuk equity. Manajemen haruslah menentukan besarnya perbandingan antara

equity capital dengan pinjaman yang dilakukan, dalam membelanjai perusahaan. Dividend Payout Ratio (DPR) berdasarkan The Residual Theory of Dividend adalah sama dengan jumlah yang tersisa setelah melakukan equity investment. Apabila equity investment sama dengan laba yang diperoleh, maka tidak ada pembagian dividen atau Dividend Payout Ratio (DPR) sama dengan nol dan apabila equity investment lebih kecil dari laba yang diperoleh maka sisanya dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen-kas. Karenanya, dividend merupakan sisa setelah pembayaran untuk kebutuhan equity investment terpenuhi. Pemikiran dasar di atas sesuai dengan pandangan Paish & Briston yang antara lain mengatakan, bahwa :

"The firm will use as much of its earnings as is necessary to meet all of the investment opportunities yielding a return in excess of what share holders could obtain outside. Only after these investment opportunities have been satisfied will shareholders receive a dividend from the firm."²⁹

Senada dengan apa yang dikatakan Paish & Briston maka Schall & Haley, mengatakan, bahwa :

"...a firm is better off paying small dividends and financing investments internally than it would be paying larger dividends and financing investments externally by selling new shares."³⁰

29. FW Paish dan RJ Briston, Business Finance, Pitman Publishing Ltd, Edisi ke-5, 1978, UK, hal : 56.

30. Lawrence D Schall dan Charles W. Haley, Op. Cit., hal : 358.

Para pendukung "The Residual Theory of Dividend" ini antara lain Modigliani and Miller, yang mengatakan : "...given the investment decision of the firm, the dividend payout ratio is a mere detail. It does not effect wealth of shareholders."³¹

Modigliani and Miller mengatakan, bahwa dengan tertentunya keputusan investasi perusahaan, maka pembayaran dividen tidak perlu dilakukan, karena tidak akan berpengaruh terhadap kemakmuran para pemegang saham. Dengan demikian perusahaan harus mempunyai rencana investasi yang menguntungkan untuk dilaksanakan sepanjang tahun. Apabila rencana investasi tersebut tidak dapat meyakinkan para pemegang saham untuk bisa memberikan return yang melebihi dari apa yang pemegang saham dapat lakukan, maka seluruh laba tersebut haruslah dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen-kas.

Semua pendukung The Residual Theory of Dividend pada dasarnya memberikan alasan bahwa Dividend Payout Ratio (DPR) seharusnya merupakan sisa kebutuhan dana untuk kepentingan pengembangan dan investasi. Jadi, pembayaran dividen merupakan suatu kebijakan yang pasif, karena yang

31. Franco Modigliani dan Merton H. Miller, "Dividend Policy, Growth and the valuation of shares", Journal of Business, XXXIV (October 1961), USA, hal : 411 - 433.

pertama-tama harus dilakukan adalah membelanjai kebutuhan investasi yang sudah direncanakan tersebut dan baru kalau ada sisa dana, dibagikan kepada para pemegang saham.

ad.2. The Bird-in-The Hand Theory of Dividend

Pemikiran dasar dari teori ini diletakkan pada pandangan bahwa para pemegang saham lebih senang menerima dividen-kas sekarang dari capital-gain yang belum pasti. Pembagian dividen dalam bentuk kas, mengurangi risiko para pemegang saham dan karenanya dividend payout ratio yang tinggi akan lebih baik bagi para pemegang saham. Bagi para pemegang saham, dividen merupakan uang kas yang ada di tangan dan karenanya akan lebih aman dibandingkan dengan capital-gain. Ini berarti bahwa uang sekarang adalah lebih berharga dari uang yang sama dikemudian hari, mengingat keadaan dikemudian hari tidak bisa diramalkan dengan pasti. Apalagi bagi mereka yang memiliki saham dengan motif bahwa dividen-kas yang diterima merupakan pendapatan tetapnya, maka pembayaran dividen akan lebih penting dibandingkan dengan apabila laba tersebut ditahan dalam perusahaan.

Pernyataan ini sesuai dengan apa yang dikatakan oleh Böhm Bawerk yang antara lain mengatakan sebagai berikut:

"The nature of the rate of interest could be found, he argued, in three prepositions : (a) that people expect to be better off in the future; (b) that people put a lower valuation on future goods than on present good and (c) that goods coming into existence today are technically superior to goods coming into existence at some future date because today's goods could be capable of producing more goods during the interval."³²

Dengan membayarkan dividen-kas, perusahaan ingin menunjukkan keadaan likuiditasnya yang cukup baik kepada para pemegang saham, sehingga para pemegang saham berpendapat bahwa perusahaan adalah sehat dan cukup baik.

Gambaran tentang pemikiran dasar teori ini sesuai dengan pandangan Lintner yang mengatakan, bahwa : "...in effect, that investors value a dollar of expected dividends more highly than a dollar of expected capital- gains ."³³

Senada dengan pandangan Lintner, maka Finnerty, mengatakan antara lain, bahwa : "A Company's choice of dividend policy can effect its stock market value, even though the precise impact can generally not be quantified."³⁴

32. Eugen Von Böhm Bawerk, A Dictionary of Economic, Penguin Books, Cetakan Pertama, USA, 1972, hal : 46.

33. John Lintner, "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporation", Review of Economic and Statistics, August, 1962.

34. John D. Finnerty, Op.Cit., hal : 200.

Seorang pendukung teori ini adalah Gordon, yang mengatakan, bahwa :

"...the capital gains expected to result from earnings retention are more risky than are dividend expectation. Accordingly, they suggests that the earnings of a firm with a low payout ratio will typically be capitalized at a higher rate than the earnings of a high-payout firm, other things being equal."³⁵

Di sini Gordon menyatakan bahwa capital-gain yang diharapkan dapat diperoleh dari laba yang ditahan adalah lebih tinggi risikonya dibandingkan dengan harapan akan pendapatan yang diperoleh dari dividen. Demikian juga, bahwa uang Rp 1,00 sekarang yang diperoleh dari pembayaran dividen mempunyai nilai lebih tinggi dari uang Rp 1,00 yang akan diperoleh setahun lagi dari capital-gain.

Selanjutnya pendapat lain adalah dari Walter, yang mengatakan, bahwa : "...that dividend policies have profound effects on a firm's position in the Stock market."³⁶

35. Myron D. Gordon, "Dividend, Earnings and Stock Prices", Review of Economics and Statistics, XXXXI (May, 1959), hal : 99 - 105.

36. James E. Walter, "Dividend Policy : Its influence on the value of the Enterprise", Journal of Finance, Vol : XVIII, No : 2b (May 1963), hal : 280 - 291.

2.5.3 Faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam menentukan kebijakan dividen.

Menurut pendapat Philip and Roden, ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan :

"There are three influences on dividend policy operating through shareholder perceptions and preferences (preferences for dividend income, risk reduction through dividend and taxes on income and capital gain) and six company influences based on company operations, financial position and business environment, capital investment needs, cost position, stability of earnings, capital structure, legal restrictions and inflation outlook"³⁷

Cooley dan Roden melihat bahwa kelompok yang tertarik pada pembayaran dividen terdiri dari berbagai ragam serta jenis dan untuk memberikan kepuasan kepada berbagai ragam serta jenis dari para pemegang saham tersebut tidaklah mudah, karena interpretasi dari tujuan perusahaan yaitu memaksimumkan kemakmuran para pemegang saham tersebut dapat berbeda-beda baik itu untuk setiap para pemegang saham secara sendiri-sendiri, direktur maupun manager. Sebagai tambahan dalam menetapkan kebijakan dividen, maka Direktur atau Manager perlu pula memperhatikan beberapa hal antara lain: kebutuhan dana untuk investasi perusahaan, keadaan kas yang tersedia,

37. Cooley L. Philip dan Peyton Foster Roden, Business Financial Management, The Dryden Press, Edisi ke-1, USA 1988, hal : 83 - 88.

stabilitas laba, struktur modal, peraturan yang berlaku dan keadaan inflasi dimasa mendatang. Sedangkan Weston and Copeland, memberikan pendapat mengenai faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam menentukan kebijakan dividen sebagai berikut :

"...we shall consider some of the factors that influence dividend policy, there are: legal rules, liquidity position, need to repay debt, restriction in debt contracts, rate of asset expansion, profit rate, stability of earnings, acces to the capital market, control, tax position of stockholder and Tax on improperly accumulated earnings." 38

Disini Weston and Copeland, menyatakan bahwa Legal Rules diartikan sebagai berikut:

1. Bahwa dividen tidak akan dibayarkan kalau perusahaan menderita rugi
2. Bahwa kerugian yang terjadi pada periode akuntansi tahun lalu haruslah bisa ditutup kembali sebelum ada pembayaran dividen
3. Bahwa keuntungan yang ditahan pada tahun lampau dapat digunakan untuk membayar dividen pada periode waktu yang akan datang.

Karenanya ditinjau dari persepsi dan performance pemegang saham maka kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh adanya preference terhadap pendapatan atas dividen,

38. Fred J. Weston dan Thomas E. Copeland, Managerial Finance, The Dryden Press, Edisi ke-8, USA, 1986, hal : 646 - 648.

risk reduction melalui pembayaran dividen dan pajak atas pendapatan dari dividen dan capital-gain. Beberapa para pemegang saham, seperti halnya mereka yang sudah pensiun, menggunakan pendapatan dari dividen tersebut untuk membiayai pengeluaran-pengeluaran tetapnya atau untuk membiayai kebutuhan hidupnya. Setiap penurunan pembayaran dividen akan memukul kelompok ini.

Bagi Direktur, Manajer atau Investor yang lainnya, penurunan pembayaran dividen tidak akan berpengaruh terhadap kehidupannya karena mereka dapat memperoleh pendapatan dengan menjual sahamnya di pasar modal dan akan memperoleh capital-gain. Tetapi pandangan mereka yang menerima pembayaran dividen sebagai pendapatan tetapnya akan menyatakan bahwa dengan menjual saham yang mereka miliki berarti harus membayar berbagai jenis biaya, seperti biaya makelar, pajak atas capital-gain, sedangkan kalau mereka menerima pembayaran dividen, biaya-biaya tersebut di atas tidak akan ada. Karenanya pembayaran dividen bukan perfect substitute untuk capital-gain. Selanjutnya, sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan yang semakin tinggi apabila riskonya semakin tinggi pula atau para pemegang saham tergolong dalam risk-aversion. Ini berarti bahwa dengan adanya pembayaran dividen maka risikonya akan turun karena dividen yang ada ditangan mempunyai nilai yang lebih tinggi dari capital-gain yang diterima dimasa yang akan datang. Akhirnya, para pemegang

saham sebenarnya membayar pajak atas dividen yang diterima atau pajak atas capital-gain kalau menjual sahamnya. Dengan menahan laba dalam perusahaan, maka ini dapat meningkatkan harga saham dan dengan demikian dapat menunda pembayaran pajak atas dividen. Ini banyak memberikan keuntungan bagi mereka (para pemegang saham) yang termasuk pembayar pajak yang tinggi. Dengan ditundanya pembayaran pajak, berarti present value pajak yang akan dibayar dimasa mendatang akan turun.

Untuk itu golongan para pemegang saham yang termasuk dalam golongan pembayar pajak tinggi akan lebih senang untuk menerima capital-gain daripada pembayaran dividen. Dengan demikian perusahaan haruslah mematuhi aturan-aturan tersebut sebelum kebijakan dividen diambil.

Mengenai keadaan likuiditas, perusahaan yang memperoleh keuntungan tinggi belum tentu akan mampu membayar dividen-kas karena persoalan likuiditas yang dimiliki perusahaan masih belum mampu melakukannya. Walaupun perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi atau keuntungan cukup besar masih juga menghadapi persoalan kekurangan dana. Kalau hal ini terjadi, maka perusahaan akan mengambil kebijakan untuk menunda pembayaran dividen dalam bentuk kas atau tidak membayarkan dividen-kas sama sekali.

Sama halnya dengan keadaan perusahaan yang mempunyai pinjaman jangka panjang cukup besar, demi untuk membelanjai

kebutuhan investasi dan pengembangan, dihadapkan pada persoalan : apakah membayar pinjaman jangka panjang tersebut atau melunasi pinjaman jangka panjang yang sudah jatuh tempo tetapi dengan menggantinya dengan pembelanjaan lainnya. Apabila pinjaman jangka panjang harus dilunasi, maka memerlukan pembelanjaan dengan menahan laba perusahaan.

Semakin pesat dan besar pertumbuhan perusahaan, maka akan semakin besar dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan dan pengembangan perusahaan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana dimasa mendatang, maka akan semakin besar bagian laba tersebut ditahan dalam perusahaan daripada membayarkannya dalam bentuk dividen-kas kepada para pemegang saham. Hal ini disebabkan, karena dengan membiayai pengembangan tersebut dari dana eksternal maka dana tersebut akan lebih mahal dibandingkan dengan dana internal. Di samping itu, apabila laba perusahaan adalah stabil, maka perusahaan dengan mudah mengadakan prediksi akan keuntungan di masa mendatang. Berbeda halnya kalau keuntungan perusahaan tidak stabil, maka akan lebih besar lagi proporsi laba tersebut ditahan dalam perusahaan. Dengan demikian kebijakan dividen yang rendah akan lebih mudah menghadapi keadaan yang tidak menentu tersebut.

Kondisi para pemegang saham berada dalam keadaan berbeda dalam hal pajak. Para pemilik perusahaan dengan jumlah saham yang besar dan adanya pengenaan pajak atas

dividen yang tinggi akan lebih senang menerima pendapatan dalam bentuk capital-gain daripada dalam bentuk dividen-kas, karena akan kena pajak pendapatan. Sehingga para pemegang saham dalam jumlah besar dari suatu perusahaan lebih banyak menginginkan agar Dividend Payout Rationya (DPR) rendah. Disini terdapat perbedaan kepentingan antara para pemegang saham yang membayar pajak tinggi dengan para pemegang saham yang membayar pajak rendah. Bagi para pembayar pajak tinggi, akan lebih senang dengan dividend payout ratio rendah sedangkan bagi para pembayar pajak rendah akan lebih senang pada dividend payout ratio tinggi. Dengan demikian, semakin rendah pendapatan para pemegang saham maka semakin tinggi keinginannya agar perusahaan membayarkan dividen dalam bentuk kas yang tinggi. Kebijakan dividen yang sesuai dalam menghadapi keadaan di atas adalah kebijakan dividen diantara keduanya.

Pendapat lainnya adalah dari Ben-Horim, yang antara lain mengatakan sebagai berikut :

"A number of factors must be considered when a firm makes a dividend decision. Among them are legal constraints, investment opportunities, earnings stability, taxes and the fact that manajemement uses dividends as a way of sending signals to investors about current financial strength and future profit potential."³⁹

39. Moshe Ben-Horim, Essentials of Corporate Finance, Allyn and Bacon Inc, Edisi ke-1, USA, 1987, hal : 337 - 339.

Apa yang dikatakan oleh Horim di atas, sebenarnya tidaklah berbeda jauh dengan pendapat-pendapat terdahulu hanya saja ada satu hal yang belum diutarakan oleh yang lainnya yaitu mengenai peranan dividen yang oleh manajemen digunakan untuk memberikan petunjuk kepada para pemegang saham bahwa perusahaan dalam keadaan sehat dan mempunyai prospek lebih baik dimasa depan.

Ada pendapat lain lagi yaitu dari Solomon and Pringle yang mengatakan bahwa sebelum mengambil keputusan mengenai besarnya dividen yang dibayarkan maka manajemen sebaiknya memperhatikan hal-hal sebagai berikut :

1. Internal investment opportunities.
2. Earnings, cash-flow, and liquidity.
3. External financing needs.
4. Earnings record and prospects.
5. Clientele.
6. Legal and regulatory restrictions.
7. Control.⁴⁰

Mengenai Internal investment opportunities, dijelaskan dengan mengatakan bahwa apabila perusahaan mempunyai kemungkinan untuk bisa memperoleh pendapatan lebih besar dari apa yang bisa dilakukan oleh para pemegang saham maka sebagian besar laba tersebut sebaiknya ditahan dalam perusahaan untuk kepentingan investasi.

40. Ezra Solomon dan John J. Pringle, An Introduction to Financial Management, Good Year Publishing Co, Edis ke-1, USA, 1977, hal : 571 -573.

Demikian pula halnya dengan pembayaran dividen-kas, memerlukan adanya uang kas yang cukup dan hal ini amat tergantung pada kemampuan perusahaan untuk menyediakan uang kas tersebut atau kemampuan perusahaan untuk dapat memperoleh pinjaman jangka pendek. Selibihnya mengenai external financing needs, tidak terlepas dari kebijakan Debt to Equity Ratio perusahaan. Rasio ini haruslah digunakan sebagai suatu target, karena semakin besar pinjaman jangka panjang akan mengakibatkan beban perusahaan semakin berat atau risiko perusahaan akan menjadi semakin tinggi. Itulah gambaran mengenai beberapa faktor yang perlu diperhatikan dalam hal manajemen mengadakan kebijakan dividen. Kalau disusun kembali faktor-faktor yang perlu diperhatikan dalam hal manajemen mengadakan kebijakan dividen, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kebutuhan dana untuk investasi (Capital investment needs)
2. Liquiditas perusahaan (Liquidity position).
3. Stabilitas pendapatan (Stability of earnings).
4. Struktur modal perusahaan (capital structure).
5. Peraturan yang berlaku (Legal restriction).
6. Posisi pajak para pemegang saham (Tax position of Shareholders).
7. Pengawasan (Control).
8. Keadaan Inflasi dimasa mendatang (Inflation Outlook).

2.6 Pembayaran Dividen.

2.6.1 Prosedur Pembayaran Dividen.

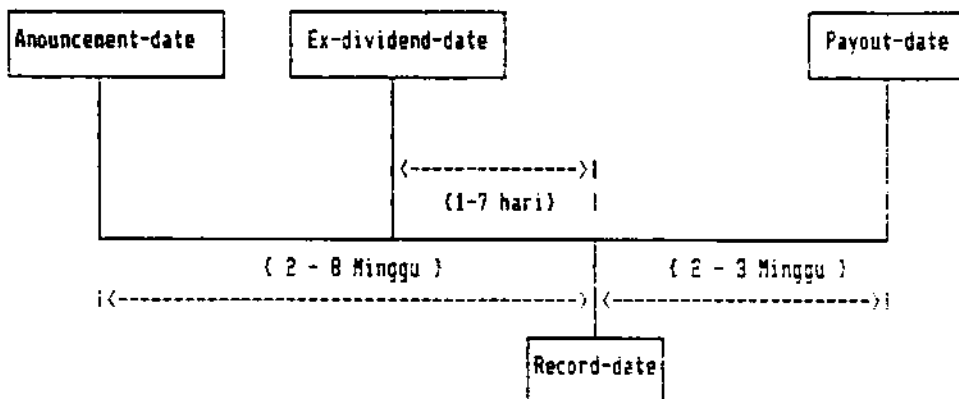
Board of Directors menentukan besarnya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dan untuk itu perlu ditentukan cara pembayarannya. Ada beberapa perusahaan yang membayarkan dividen secara kwartalan, tengah tahunan dan tahunan. Dengan diumumkan pembayaran dividen oleh Board of Directors, maka berarti para pemegang saham akan memperoleh dividen sesuai dengan tanggal pembayaran yang telah ditentukan. Sekali diumumkan pembayaran dividen oleh Board of Directors maka berarti dividen dicatat sebagai dividen yang akan dibayarkan dan dimasukkan dalam current liabilities perusahaan. Dengan demikian current liabilities perusahaan meningkat dan mengurangi likuiditas perusahaan sesuai dengan ukuran yang digunakan yaitu current asset dibagi current liabilities. Demikian pula dengan net working capital yang menggunakan ukuran current asset dikurangi current liabilities. Dalam hal pembayaran dividen, maka perusahaan menggunakan prosedur sebagai berikut :

1. Pertama Board of Directors mengumumkan adanya pembayaran dividen untuk setiap lembar saham (declaration date) dan tanggal pembayarannya (payout date).

2. Sesudah itu perusahaan akan mencatat nama-nama para pemegang saham dan ini biasa disebut record date.
3. Karena saham diperjual belikan setiap hari di pasar modal, maka akan timbul kesulitan bagi perusahaan untuk membayarkan dividen pada saat tanggal pembayaran tiba.

Untuk itu perusahaan akan menentukan ex-dividend-date yang biasanya antara 1-7 hari sebelum record date. Kalau transaksi terjadi sebelum ex-dividend-date, maka para pemegang saham baru yang akan memperoleh dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dan kalau transaksi terjadi setelah ex-dividend-date, maka para pemegang saham lama yang mendapat dividen. Untuk itu kalau para pemegang saham ingin memperoleh dividen, sebaiknya menjual sahamnya setelah ex-dividend-date dan kalau membeli saham sebaiknya sebelum ex-dividend-date. Gambaran akan prosedur pembayaran dividen dapat dilihat pada gambar berikut : (Gambar 8)

Gambar : 8
Prosedur Pembayaran Dividen



2.6.2 Beberapa Bentuk Pembayaran Dividen.

Brealy and Myers, mengatakan :

Dividends come in many forms :

1. Cash Dividend.
2. Stock Dividend.
3. Stock Split.
4. Stock Repurchase.⁴¹

Sebagian besar perusahaan, membayarkan dividen dalam bentuk Kas. Pembayaran dividen secara rutin dapat pula dilakukan setiap kwartal, tengah tahunan dan tahunan. Apabila perusahaan tidak memberikan pembayaran secara rutin, maka dapat pula dilakukan dengan memberikan sejumlah uang kas tertentu ditambah dengan extra-dividend. Selanjutnya dividen tidak selalu dalam bentuk kas dan dapat juga dibayarkan dalam bentuk dividen saham. Ini berarti untuk setiap jumlah saham tertentu diberikan saham tambahan dan terlihat dalam neraca sebagai pemindahan dari laba yang ditahan kedalam equity capital. Gambaran mengenai stock dividend dapat dijelaskan sebagai berikut :

41. Richard Brealy dan Stewart C. Myers, Op. Cit., hal : 325 - 326.

Kalau kita ketahui neraca suatu perusahaan dengan Equity Capitalnya terdiri dari :

Common Stock (1.000.000 saham biasa @Rp 1.000,00/saham)	= Rp 1.000.000.000,00
Paid in Capital	= Rp 2.000.000.000,00
Laba yang ditahan	= Rp 5.000.000.000,00
Total Equity Capital	<u>Rp 8.000.000.000,00</u>

Kemudian perusahaan mengumumkan adanya stock dividen sebesar 10% dibayarkan dengan harga Rp 2.000,00 per saham di pasar, maka akibat adanya pengumuman 10% stock dividen tersebut ada perubahan dalam susunan Equity capitalnya sebagai berikut :

Common Stock (1.100.000 saham biasa @Rp 1.000,00/saham)	= Rp 1.100.000.000,00
Paid in Capital	= Rp 2.100.000.000,00
Laba yang ditahan	= Rp 4.500.000.000,00
Total Equity Capital	<u>Rp 8.000.000.000,00</u>

Dengan diumumkannya 10% Stock Dividend maka ini berarti ada tambahan saham sebesar 10% x 1.000.000 saham biasa = 100.000 lembar saham biasa. Harga Saham di pasar adalah sebesar Rp 2.000,00 per saham sedangkan harga nominal adalah Rp 1.000,00 maka selisih antara harga pasar

dengan harga nominal dimasukan kedalam neraca sebagai Paid in Capital sebesar Rp 1.000,00 per lembar saham dan ini berjumlah Rp 100.000.000,00. Akibat dari adanya 10% stock dividend tersebut adalah, bahwa Common Stock menjadi sebesar 1.100.000 lembar dengan harga Rp 1.000,00 per lembar dan Paid-in Capital bertambah sebesar Rp 100.000.000,00 tetapi total equity tetap yaitu sebesar Rp 8.000.000.000,00. Disamping itu Retained Earning (laba yang ditahan) mengalami penurunan sebesar 100.000 lembar saham @ Rp 2.000 per lembar saham yaitu sama dengan Rp 200.000.000,00. Ada beberapa alasan yang dapat dipakai untuk menjelaskan mengapa manajemen mengumumkan stock dividend, seperti apa yang diutarakan oleh Hampton, sebagai berikut:

1. Conserves cash.
2. Indicates higher future profits.
3. Raises future dividends for investors.
4. Has higher psychological value
5. Retain propotional ownership for shareholders.⁴²

Dengan Stock dividend, dimungkinkan perusahaan mengumumkan dividen tanpa mengeluarkan uang kas, dengan demikian dapat menggunakan kas tersebut untuk kepentingan operasi perusahaan. Demikian pula keadaannya, stock dividend merupakan petunjuk akan adanya keuntungan lebih besar dimasa depan. Selanjutnya, apabila pembayaran dividen-kas diteruskan setelah pengumuman Stock Dividend,

42. John J. Hampton, Financial Decision Making, Concepts, Problems and Cases, Prentice-Hall Inc, Edisi ke-3, USA, 1983, hal : 605 - 606.

ini berarti para pemegang saham akan menerima dividen-kas yang meningkat dimasa datang. Dengan adanya aspek positif dari stock dividend, maka pengumuman adanya stock dividend akan memperoleh gambaran yang positif pula di pasar. Ini mengakibatkan adanya permintaan bertambah besar akan saham perusahaan dengan demikian mengakibatkan harga terdorong naik. Akhirnya stock dividend adalah berbeda dengan mengeluarkan saham baru. Apabila para pemegang saham lama tidak mempunyai dana untuk membeli saham, maka proporsi pemilikannya akan menjadi semakin kecil. Hal ini dapat dihindari melalui stock dividend, yang tidak lebih hanya merupakan rekapitalisasi perusahaan. Berbeda halnya dengan Stock Split, karena hal ini jumlah saham yang beredar ditambah dengan cara memecah saham lama menjadi sejumlah tertentu.

Ini sesuai dengan apa yang dikatakan Weston & Copeland yaitu, bahwa :

"In a stock split there is no change in the capital accounts, instead, a larger number of shares of common stock is issued. In a two-for-one split, stockholders receive two shares for each one previously held. The book value per share is cut in half and the par, or stated value per share of stock is similarly changed." 43

43. Fred J. Weston dan Thomas E Copeland, Op. Cit., hal : 667.

Suatu perusahaan memiliki 2.000.000 saham diluar dan dijual dengan Rp 2.000,00 per saham. Perusahaan mengumumkan adanya stock split yaitu dua untuk satu. Setelah adanya stock split maka jumlah saham yang diluar menjadi 4.000.000 lembar saham dan akan dijual dengan harga Rp 1.000,00 per saham. Kalau dilihat dalam neraca maka dapat dijelaskan antara lain sebagai berikut:

Sebelum adanya Stock Split, maka :

Common Stock (2.000.000 lembar saham biasa @Rp 2.000,00 per saham)	= Rp 4.000.000.000,00
Paid in Capital	= Rp 6.000.000.000,00
Laba yang ditahan	= Rp 2.000.000.000,00
Total Equity Capital	----- Rp 12.000.000.000,00

Setelah adanya Stock Split, maka :

Common Stock (4.000.000 lembar saham biasa @Rp 1.000,00/saham)	= Rp 4.000.000.000,00
Paid in Capital	= Rp 6.000.000.000,00
Laba yang ditahan	= Rp 2.000.000.000,00
Total Equity Capital	----- Rp 12.000.000.000,00

Contoh di atas memberikan gambaran, akibat adanya stock split maka jumlah saham yang beredar bertambah dari 2.000.000 lembar saham menjadi 4.000.000 lembar saham dengan harga dari Rp 2.000,00 per lembar saham menjadi

Rp 1.000,00 per lembar saham. Lain-lainnya tetap tidak berubah.

Menurut Hampton, perusahaan melakukan Stock Split dengan berbagai alasan, antara lain : "Reduction of market price of stock, Indication of growth, An indication of trouble."⁴⁴ Hampton, mengatakan bahwa tujuan utama stock split adalah untuk menurunkan harga saham per lembar. Turunnya harga per lembar saham, akan membuat saham tersebut dapat dijangkau oleh masyarakat yang membeli saham dalam jumlah besar. Ini berarti meningkatkan permintaan atas saham tersebut, sehingga akan meningkatkan harga saham pula.

Demikian juga, stock split dapat sebagai alat informasi bagi manajemen, bahwa perusahaan masih mempunyai pertumbuhan yang baik dimasa mendatang.

2.7 Pengertian Pasar Modal.

Samuelson & Nordhous memberikan arti pasar sebagai :
"... a place where goods are bought and sold".⁴⁵

⁴⁴. John J. Hampton, Op. Cit., hal : 605 - 606.

⁴⁵. Paul A. Samuelson dan William D. Nordhous, Economics, Mc Graw-Hill Inc., Edisi ke-12, USA, 1985, hal : 43.

Hal ini dapat diartikan bahwa pasar merupakan tempat dimana barang dibeli dan dijual. Disamping itu, Ari Sudarman menyatakan bahwa : "Pasar adalah tempat dimana pembeli dan penjual bertemu untuk membeli atau menjual barang dan jasa atau faktor produksi."⁴⁶

Kedua pendapat di atas, baik dari Samuelson & Nordhous maupun Ari Sudarman memberikan arti yang tidak jauh berbeda mengenai pengertian pasar, yaitu pasar merupakan suatu tempat di mana pembeli dan penjual barang akan bertemu untuk menentukan harga dan jumlah barang yang dibeli dan dijual. Pengertian pasar di sini adalah pasar atas barang-barang yang nyata, dapat dilihat bentuk fisik dan jumlahnya. Walaupun demikian dalam pasar modern dapat saja terjadi transaksi jual-beli tanpa pertemuan antara pembeli dan penjual serta tanpa ada tempat tertentu untuk dapat melihat barang yang dibeli maupun dijual secara keseluruhan. Dalam hubungan dengan pasar modal, maka kita berhadapan dengan pasar abstrak, yang memperjual belikan dana-dana berjangka panjang, yakni dana berjangka waktu lebih dari satu tahun dalam bentuk surat-surat berharga.

46. Ari Sudarman, Teori Ekonomi Mikro, BPFE, Edisi ke-2, Yogyakarta, 1986, hal : 7.

Untuk itu Philip, memberikan arti Stock Exchange sebagai berikut : "...an association or group of people organised to provide an auction market among themselves for purchase and sale of securities."⁴⁷

Di samping itu ada pendapat lain dari Berman, yang menyatakan bahwa :

"... the Stock Exchange is the market which deal in government loans and also in municipal loans, loans to foreign goverments, loans to companies (debentures) and in the capital of companies."⁴⁸

Pengertian pasar modal baik yang diberikan oleh Philip maupun dari Berman dapat disimpulkan sebagai pasar terorganisasi yang memperdagangkan surat-surat berharga (obligasi dan saham) baik pemerintah maupun swasta. Disisi lain, U. Tun Wai dan Patrick mengatakan bahwa :

1. Pasar modal adalah kebutuhan sistim keuangan yang terorganisir, termasuk bank-bank komersil dan semua perantara dibidang keuangan, serta surat-surat kertas berharga (arti luas).
2. Pasar modal adalah semua pasar yang terorganisir dan lembaga-lembaga yang memperdagangkan warkat-warkat kredit (biasanya yang berjangka lebih dari dari satu tahun), termasuk saham-saham, obligasi-obligasi, pinjaman berjangka, hipotik dan tabungan serta deposito berjangka (arti menengah).

47. Babcock Gave Philip, Webster Third New International Dictionary, Merriam-Webster Inc. Publisher, USA, 1986, hal : 2247.

48. H.D. Berman, The Stock Exchange, Pitman Publishing, Edisi ke-6, Great Britain, 1973, hal : 75.

3. Pasar modal adalah tempat pasar terorganisasi yang memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi dengan memakai jasa makelar, komisioner dan para underwriter.⁴⁹

Dari ketiga definisi yang disebutkan, maka definisi ketigalah yang paling sesuai dengan tujuan studi, hal ini disebabkan definisi tersebut memenuhi persyaratan yang harus ada dalam pasar modal yaitu ada organisasi, ada perantara yang terdiri dari makelar dan komisioner serta ada surat-surat berharga yang diperdagangkan baik dikeluarkan oleh pemerintah maupun swasta (pengusaha). Dengan demikian dapatlah dikatakan, bahwa unsur-unsur pokok pasar modal adalah :

1. Adanya perusahaan yang menawarkan saham serta obligasinya kepada masyarakat dan telah memenuhi persyaratan yang telah ditetapkan.
2. Adanya masyarakat investor yang bersedia membeli saham-saham serta obligasi - obligasi perusahaan, lembaga keuangan (asuransi dan dana pensiun) dan lain-lain.
3. Adanya lembaga yang mempertemukan perusahaan sebagai pihak yang menawarkan saham serta obligasi dan investor sebagai pihak yang membeli saham serta obligasi
4. Adanya pedagang perantara (komisioner dan makelar).
5. Adanya underwriter yang menjamin penjualan dan pembelian saham serta obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan.

49. BO Economica-FEUI-PT Danareksa, Pasar Modal Indonesia. Gagasan dan Tanggapan, Jakarta, 1987, hal: 15

2.8 Fungsi Pasar Modal.

Pasar Modal mempunyai hubungan dengan hukum permintaan dan penawaran. Apabila permintaan akan dana meningkat sedangkan penawaran akan dana tersebut tinggal tetap, maka harga dana tersebut akan meningkat. Demikian pula keadaannya kalau permintaan akan dana turun sedangkan penawaran dana tinggal tetap atau meningkat, maka harga dana tersebut akan turun. Sama halnya dengan pasar-pasar lainnya, maka pasar modal memberikan petunjuk kepada penjual dan pembeli, bahwa barang-barang dapat dipertukarkan pada tingkat harga yang memuaskan.

Untuk itu, Midgley and Burns menyatakan, bahwa:

"The most important of market's functions : that of creating liquidity, but the market not only creates liquidity through its market mechanism, it also allocates and rations fund, and it operates a system of incentive and penalties."⁵⁰

Ini berarti, bahwa tanpa adanya pasar yang terorganisir maka pemilik sejumlah saham serta obligasi atas suatu perusahaan tertentu yang ingin menjual saham serta obligasi, haruslah mengadakan penelitian secara pribadi untuk dapat memperoleh pembeli potensial, barangkali harus memasang advertensi agar menemukan pembeli. Tanpa adanya pasar yang terorganisir, maka saham

50. Kenneth Midgley dan Ronald Burns, The Capital Market: its Nature and significance, The Mc-Millan Press Ltd, Cetakan Pertama, London, 1977, hal : 14 - 15.

dan obligasi yang ingin dijual akan menjadi kurang menarik bagi pembeli.

Seperti telah diketahui, harga dana yang ditawarkan dan diminta sesuai dengan kondisi masing-masing adalah ditentukan dipasar. Bagi perusahaan besar dan yang bekerja dengan efisien dapat diperoleh dana dengan biaya murah karena risikonya minimum; sedangkan bagi perusahaan kecil yang tidak dapat memberikan risiko yang minimal, maka dana yang diperoleh adalah lebih mahal. Oleh karenanya, saham perusahaan yang berhasil dengan harapan pertumbuhan dimasa depan amat baik akan dapat memperoleh harga tinggi dipasar, dibandingkan dengan perusahaan yang sama dengan keadaan pertumbuhan tidak menentu dimasa depan akan mempunyai harga lebih rendah.

Pendapat lain dari Leffler menyatakan, bahwa ada beberapa fungsi Stock Exchange antara lain:

1. Creation of a continuous market.
2. Fair price determination.
3. Aid in financing industries.
4. Discounting functions.
5. Provide accurate and continuous report on sales and quotation.
6. The release of much information on the listed companies.
7. Protect security owners.⁵¹

51. George L. Leffler, The Stock Market, The Ronald Press Company, Edisi ke-3, USA, 1963, hal : 71 - 80.

Fungsi pokok Stock Exchange adalah: creation of a continuous market, fair price determination, aid in financing industries dan discounting function, sedangkan selebihnya merupakan fungsi tambahan saja. Pada dasarnya kedua pendapat di atas, baik dari Midgley and Burns maupun Leffler, memberikan gambaran yang tidak jauh berbeda mengenai fungsi Stock Exchange. Hanya Leffler memberikan gambaran yang lebih rinci.

Disamping fungsi pokok di atas, sebenarnya masih ada hal yang amat penting dalam hubungan dengan peranan pasar modal dalam pembangunan. Hal ini dapat disebutkan sebagai berikut:

1. Meningkatkan partisipasi masyarakat dalam kegiatan usaha pembangunan.
2. Menyehatkan kegiatan perusahaan, sesuai dengan standar usaha yang wajar.
3. Mengadakan mobilisasi dana masyarakat guna menunjang pembangunan.
4. Memberikan alternative yang lebih besar kepada masyarakat dalam mengadakan investasi

Pentingnya peranan Pasar Modal dalam menentukan harga saham yang menjadi perhatian dalam studi ini, maka dalam Bab IV akan diuraikan perkembangan Pasar Modal di beberapa negara Asean yang diteliti.

2.9 Hipotesis.

Dengan dirumuskan masalah yang perlu mendapatkan jawaban dalam Bab I (1.4) studi ini, serta dilandasi teori yang perlu diuji kebenarannya, maka dapatlah dibuat suatu hipotesis pokok yaitu :

1. Ada pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham perusahaan di pasar modal. Dari hipotesis pokok di atas ini, dapat dirumuskan beberapa sub-hipotesis yang masih perlu mendapat jawaban, sebagai berikut :

1.1 Ada pengaruh kebijakan investasi pada harga saham perusahaan di pasar modal.

1.2 Ada pengaruh kebijakan pembelanjaan pada harga saham perusahaan di pasar modal.

1.3 Ada pengaruh kebijakan dividen pada harga saham perusahaan di pasar modal.

1.4 Kebijakan investasi yang merupakan salah satu fungsi manajemen pembelanjaan mempunyai pengaruh yang lebih besar pada perubahan harga saham di pasar modal.

2. Ada pengaruh pengaturan harga oleh Pemerintah atas peranan fungsi manajemen pembelanjaan pada perubahan harga saham di pasar modal. Ini berarti, semakin tinggi/ketat pengaturan harga yang dilakukan oleh pemerintah di pasar modal maka fungsi manajemen pembelanjaan semakin tidak punya pengaruh terhadap perubahan harga saham.

B A B III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel.

Studi ini mula-mula dilakukan khususnya di Pasar Modal Jakarta dalam tahun 1979 sampai dengan tahun 1987. Pada saat studi ini dilaksanakan, di Pasar Modal Jakarta hanya terdapat 24 perusahaan yang masuk untuk menjual sahamnya dengan kelompok industri sebanyak 18 perusahaan, keuangan sebanyak 3 perusahaan, hotel sebanyak 2 perusahaan dan lain-lain sebanyak 1 perusahaan. Karena jumlah perusahaan yang masuk untuk menjual saham di Pasar Modal Jakarta masih belum memadai, maka jumlah perusahaan ditambah dengan memasukkan beberapa negara Asean yang memiliki Pasar Modal yaitu : Singapura, Malaysia dan Thailand. Philipina tidak diambil mengingat pada saat penelitian negara ini sedang dilanda krisis politik dan ekonomi sehingga terjadi instabilitas moneter yang mengakibatkan data yang diambil tidak lagi mencerminkan keadaan Pasar yang normal, hal ini berakibat data tersebut menjadi tidak mungkin diolah dan dianalisis. Perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean diasumsikan bahwa semua perusahaan industri di manapun berada akan menggunakan cara-cara yang sama dalam

operasinya, cara penilaian dan laporan keuangannya. Apalagi perusahaan industri tersebut sudah masuk Pasar Modal.

Dari pengumpulan data sementara dapat dilihat dalam Tabel : 3.1 bahwa perusahaan yang menjual sahamnya melalui Pasar Modal di beberapa negara Asean pada tahun 1979 sebanyak 427 perusahaan, terdiri dari 261 perusahaan Industri, 58 perusahaan bergerak dalam bidang Keuangan, 19 perusahaan bergerak dalam Perhotelan, 17 perusahaan bergerak dalam Perumahan, 38 perusahaan bergerak dalam Perkebunan dan 34 perusahaan bergerak dalam bidang lain-lain.

Tabel : 3.1.
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1979
(dalam satuan)

N e g a r a	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	3	-	-	-	-	-	3
Malaysia	63	7	3	4	5	7	89
Singapura	160	21	14	12	33	25	266
Thailand	35	30	2	-	-	-	69
T o t a l	261	58	19	17	38	34	427

Sumber : Bapepae, Stock Exchange Of Singapore, Kuala Lumpur Stock Exchange dan Securities Exchange of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Dalam tahun 1980 terlihat dalam Tabel : 3.2, terdapat 406 perusahaan bergerak di bidang Industri, 80 perusahaan dalam bidang Keuangan, 29 perusahaan dalam bidang Hotel, 37 perusahaan dalam bidang Perumahan, 59 perusahaan dalam bidang Perkebunan dan 75 perusahaan lain-lainnya, sehingga jumlah seluruhnya adalah sebanyak 686 perusahaan.

Tabel : 3.2
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1980
(dalam satuan)

Negara	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	6	-	-	-	-	-	6
Malaysia	146	17	10	15	21	39	248
Singapura	217	32	17	22	33	28	354
Thailand	37	31	2	-	-	8	78
Total	406	80	29	37	59	75	686

Sumber : Bapepam, Stock Exchange Of Singapore, Kuala Lumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Sedangkan dalam tahun 1981 sesuai dengan Tabel : 3.3, terdapat 390 perusahaan bergerak dalam bidang Industri, 78 perusahaan yang bergerak dalam bidang Keuangan, 30 perusahaan dalam bidang Hotel, 36 dalam bidang Perumahan, 58 perusahaan dalam bidang Perkebunan dan 69 dalam bidang lain-lain, sehingga jumlah keseluruhannya adalah 661 perusahaan.

Tabel : 3.3
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1981
(dalam satuan)

Negara	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	8	-	-	-	-	-	8
Malaysia	151	18	11	16	22	40	258
Singapura	194	29	17	20	36	19	315
Thailand	37	31	2	-	-	10	80
Total	390	78	30	36	58	69	661

Sumber : Baepam, Stock Exchange Of Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Untuk tahun 1982 seperti dalam Tabel : 3.4, terdapat 373 perusahaan bergerak di bidang Industri, 77 perusahaan dalam bidang Keuangan, 23 perusahaan dalam bidang Hotel, 33 perusahaan dalam bidang Perumahan serta 56 perusahaan yang bergerak dalam bidang Perkebunan dan 75 perusahaan bergerak dalam bidang lai-lain, sehingga jumlah keseluruhan menjadi 647 perusahaan.

Tabel : 3.4
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1982
(dalam satuan)

N e g a r a	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	12	2	-	-	-	-	14
Malaysia	156	18	11	16	23	40	264
Singapura	168	26	20	17	33	24	288
Thailand	37	31	2	-	-	11	81
T o t a l	373	77	33	33	56	75	647

Sumber : Bapepao, Stock Exchange Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Keadaan tahun 1983 dapat dilihat pada Tabel : 3.5, terdapat 391 perusahaan Industri, 85 perusahaan Keuangan, 35 perusahaan bergerak di bidang Hotel, 36 perusahaan bergerak di bidang Perumahan, 53 perusahaan dalam bidang Perkebunan dan 82 perusahaan dalam bidang lain-lain, jumlah keseluruhannya menjadi 682 perusahaan.

Tabel : 3.5
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1983
(dalam satuan)

Negara	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	16	3	2	-	-	1	22
Malaysia	161	21	11	17	20	41	271
Singapura	177	30	20	19	33	22	305
Thailand	37	31	2	-	-	18	88
Total	391	85	35	36	53	82	682

Sumber : Bapepan, Stock Exchange Of Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Selanjutnya pada tahun 1984 sesuai dengan Tabel : 3.6, terdapat 403 perusahaan Industri, 90 perusahaan Keuangan, 35 perusahaan Hotel, 42 perusahaan Perumahan, 89 perusahaan dalam bidang Perkebunan dan 43 perusahaan bergerak dalam bidang lain-lain dan jumlah keseluruhan adalah 702 perusahaan.

Tabel : 3.6
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1984
(dalam satuan)

Negara	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	18	3	2	-	-	1	24
Malaysia	166	22	11	20	55	-	274
Singapura	182	31	20	20	34	21	308
Thailand	37	34	2	2	-	21	96
Total	403	90	35	42	89	43	702

Sumber : Bapepan, Stock Exchange Of Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Keadaan pada tahun 1985 dapat dilihat dalam Tabel : 3.7, yaitu sebanyak 207 perusahaan Industri yang masuk Pasar Modal, 34 perusahaan bergerak dalam bidang Keuangan, 22 perusahaan bergerak dalam bidang Hotel, 22 perusahaan bergerak dalam bidang Perumahan, 19 perusahaan bergerak dalam bidang Perkebunan dan 37 perusahaan bergerak dalam bidang lain-lain. Jumlah keseluruhan perusahaan yang masuk pada Pasar Modal adalah 341 perusahaan, terdiri dari 25 perusahaan di Pasar Modal Indonesia dan 316 perusahaan di Pasar Modal Singapura.

Tabel : 3.7
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1985
(dalam satuan)

N e g a r a	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	19	3	2	-	-	1	25
Malaysia							
Singapura	169	31	20	22	19	36	316
Thailand							
T o t a l	207	34	22	22	19	37	341

Sumber : Bapepas, Stock Exchange Of Singapore dan sudah diolah dan disusun keembali.

Pada tahun 1986 dapat dilihat dalam Tabel : 3.8 terdapat 205 perusahaan Industri masuk Pasar Modal, 13 perusahaan bergerak di bidang Keuangan, 7 perusahaan bergerak di bidang Hotel, 16 perusahaan bergerak di bidang Perumahan, 21 perusahaan bergerak di bidang Perkebunan dan 17 perusahaan bergerak di bidang lain-lain; sehingga jumlah keseluruhan perusahaan yang masuk Pasar Modal di Indonesia dan Singapura adalah 279 perusahaan. Akhirnya pada tahun 1987, hanya perusahaan yang masuk Pasar Modal di Indonesia saja yang di Analisis sehingga jumlah perusahaan Industri adalah sebanyak 19 perusahaan.

Tabel : 3.8
Jumlah Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
di Beberapa Negara Asean
1986
(dalam satuan)

N e g a r a	Industri	Keuangan	Hotel	Perumahan	Perkebunan	Lain-lain	Jumlah
Indonesia	19	3	2	-	-	1	25
Malaysia							
Singapura	186	10	5	16	21	16	254
Thailand							
T o t a l	205	13	7	16	21	17	279

Sumber : Bapepas, Stock Exchange Of Singapore dan sudah diolah dan disusun kembali.

Obyek penelitian yang dipilih adalah seluruh perusahaan yang bergerak di bidang Industri saja. Di sini perusahaan Industri diartikan sebagai perusahaan yang mengolah bahan mentah menjadi barang jadi untuk dijual kepada masyarakat. Alasan pengambilan seluruh perusahaan Industri karena alat ukur dan analisis di bidang pembelanjaan lebih tepat kalau digunakan untuk mengukur dan mengadakan analisis terhadap perusahaan Industri. Dengan demikian jumlah perusahaan Industri yang diteliti pada tahun 1979 sesuai dengan Tabel : 3.9 terdapat 261 perusahaan, pada tahun 1980 sebanyak 406 perusahaan, tahun 1981 sebanyak 390 perusahaan, sedangkan tahun 1982 terdapat 373 perusahaan, tahun 1983 sebanyak 391 perusahaan dan pada tahun 1984 sebanyak 403 perusahaan.

Ternyata setelah data diolah, ada beberapa data yang tidak lengkap, karena perusahaan tersebut tidak lagi tercatat di Pasar Modal, belum melengkapi laporan yang diperlukan ke Pasar Modal, kemudian ada perusahaan baru masuk ke Pasar modal, sehingga jumlah perusahaan yang diteliti setiap tahunnya tidak sama. Hal ini dapat dilihat dalam Tabel : 3.10 yaitu untuk Indonesia pada tahun 1979 data yang diolah 100%, tahun 1980 sebanyak 100% , pada tahun 1981 sebanyak 88%, tahun 1982 sebanyak 100%, tahun 1983 sebanyak 81%, tahun 1984 sebanyak 100%, tahun 1985 sebanyak 90%, tahun 1986 sebanyak 100%, dan pada tahun 1987 sebanyak 100%.

Untuk Malaysia pada tahun 1979, data yang diolah sebesar 41%, pada tahun 1980 sebanyak 47%, demikian pula pada tahun 1981 sebanyak 48%, pada tahun 1982 terdapat 50%, pada tahun 1983 terdapat pula 47% dan pada tahun 1984 hanya terdapat 29%. Data yang diolah pada pasar modal Singapura dalam tahun 1979 terdapat 56%, pada tahun 1980 sebanyak 43%, tahun 1981 sebanyak 52%, tahun 1982 sebanyak 61%, pada tahun 1983 sebanyak 56%, tahun 1984 sebanyak 53%, tahun 1985 sebanyak 20% dan pada tahun 1986 sebanyak 19%.

Tabel : 3.9
Jumlah Perusahaan Industri Yang Direncanakan
Diteliti Pada Pasar Modal di Beberapa Negara Asean
(Dalam satuan)

Negara	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Indonesia	3	6	8	12	16	18	18	19	19
Malaysia	63	146	151	156	161	166			
Singapura	160	217	194	168	177	182	188	186	
Thailand	35	37	37	37	37	37			
Total	261	406	390	373	391	403	206	205	19

Sumber : Baepan, Stock Exchange Of Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah dan disusun kembali.

Data yang diolah untuk negara Thailand pada tahun 1979 tidak ada karena pada saat penelitian data yang diberikan mulai tahun 1980, dan pada tahun 1980 data yang diolah terdapat 95%, pada tahun 1981 sebanyak 95%, untuk tahun 1982 terdapat 95%, pada tahun 1983 sebanyak 95% dan akhirnya dalam tahun 1984 terdapat 92% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti.

Penelitian ini tidak menggunakan metode sampling tetapi digunakan seluruh populasi. Maksud dari seluruh populasi di sini adalah seluruh perusahaan Industri yang masuk Pasar Modal, dengan demikian akan memudahkan perhitungan dan dapat dilihat untuk seluruh populasi di beberapa Negara Asean. Sudah tentu diharapkan hasilnya akan lebih baik dibandingkan dengan menggunakan metode sampling. Karenanya terhadap seluruh perusahaan Industri yang mencatatkan namanya di pasar modal di beberapa Negara Asean diadakan penelitian dengan harapan setelah dianalisis dapat memberikan generalisasi yang lebih baik dibandingkan kalau dilakukan dengan menggunakan metode sampling.

Tabel : 3.10
 Jumlah Perusahaan Industri Yang Diteliti
 Pada Pasar Modal di Beberapa Negara Asean
 1979 - 1987

K e g a r a	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%	Jumlah Dalam Satuan	%
Indonesia	3	100	6	100	7	88	12	100	13	81	18	100	17	90	19	100	18	95
Malaysia	26	41	69	47	72	48	78	50	75	47	48	29						
Singapura	89	56	97	45	101	52	102	61	99	56	97	53	37	20	36	19		
Thailand	-	-	35	95	35	95	35	95	35	95	34	92						
T o t a l	117		207		215		227		222		197		54		54			

Sumber : Bapepam, Stock Exchange Of Singapore, Kualalumpur Stock Exchange dan Securities Exchange Of Thailand, yang sudah diolah.

3.2 Variabel Penelitian

Dalam studi ini digunakan beberapa variable yaitu : Harga Saham (Y) yang merupakan variabel tidak bebas atau variabel tergantung. Besarnya dividen-kas yang dibagikan kepada para pemegang saham atau Dividend Payout Ratio (DPR) yang merupakan variabel bebas (X1).

Hasil investasi yang dilakukan oleh perusahaan yang merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total asset perusahaan disebut Return On Investment (ROI). Hasil perhitungannya adalah untuk menunjukkan apakah perusahaan benar-benar menggunakan seluruh asset yang dimiliki dengan efisien dan efektif. Ini merupakan variabel bebas.(X2)

Selanjutnya digunakan pula variabel yang merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total equity perusahaan dan ini disebut Return On Equity (ROE). Hasil perhitungannya adalah untuk dapat mengukur keberhasilan penggunaan seluruh equity perusahaan. Apakah perusahaan cukup efisien menggunakan seluruh equitynya. Ini merupakan variabel bebas (X3).

Kemudian dibandingkan pula besarnya pinjaman jangka pendek dan panjang dengan total asset perusahaan, untuk mengetahui sampai berapa besarnya seluruh asset perusahaan dibelanjai dengan menggunakan pinjaman. Rasio ini sering disebut Debt Ratio dan merupakan variabel bebas (X4).

Di samping itu digunakan pula Debt to Equity Ratio yang merupakan perbandingan antara pinjaman jangka panjang dengan total equity perusahaan. Rasio ini memberikan keterangan kepada kita tentang berapa besarnya pinjaman jangka panjang perusahaan dalam struktur modalnya. Apabila rasionya melebihi 50% maka dapat dikatakan perusahaan tersebut mempunyai resiko finansial yang besar. Akibatnya harga saham perusahaan dapat menurun dan ini merupakan variabel bebas (X5).

Selanjutnya perbandingan antara pinjaman jangka panjang dengan total pinjaman jangka panjang ditambah total equity yang disebut Debt to Capitalization Ratio untuk mengetahui besarnya komponen pinjaman jangka panjang dengan total kapitalisasi perusahaan. Rasio ini merupakan variabel bebas (X6).

Akhirnya perbandingan antara pinjaman jangka panjang ditambah pinjaman jangka pendek dengan total equity yang disebut Total Debt To Equity Ratio untuk mengetahui besarnya komponen pinjaman jangka panjang dan pinjaman jangka pendek dengan total equity perusahaan. Rasio ini merupakan variabel bebas (X7).

Dengan demikian dapat diukur besarnya pengaruh fungsi manajemen pembelanjaan pada harga saham perusahaan yang masuk pasar modal di beberapa negara Asean.

3.3 Sumber Data.

Data untuk kepentingan studi ini diperoleh dari berbagai sumber yaitu :

1. Data mengenai laporan keuangan yang terdiri dari neraca dan laporan rugi-laba perusahaan mulai dari tahun 1979 - 1987 serta besarnya dividen-kas yang dibagikan setiap tahunnya, diperoleh di Pasar Modal pada beberapa Negara Asean yang menjadi obyek penelitian dan ini semua dibuat oleh akuntan publik. Tetapi untuk perusahaan Industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dan Singapura datanya sampai dengan tahun 1987 dan 1986. Jenis data yang diperoleh tersebut adalah data rasio karena neraca dan laporan rugi laba dilaporkan dalam satuan mata uang. Data rasio tersebut kemudian diubah menjadi data interval sehingga merupakan angka-angka persentase. Tujuan mengubah data rasio menjadi data interval untuk menyamakan penilaian perhitungan dengan menggunakan angka persentase. Angka persentase tersebut digunakan untuk menghitung besarnya Tingkat Profitabilitas perusahaan antara lain : Return On Investment dan Return On Equity, Total Debt Ratio, Debt to Equity Ratio, Debt to Capitalization Ratio, Total Debt to Equity Ratio, Dividend Payout Ratio, Earning per Share yang kesemuanya merupakan kebijakan

perusahaan. Selain itu ukuran mata uang yang digunakan dalam perhitungan tersebut menggunakan dollar Amerika (US\$) sebagai dasar perhitungan.

2. Data mengenai perkembangan harga saham, diperoleh pada Pasar Modal di beberapa Negara Asean yang menjadi obyek penelitian. Ini diperlukan untuk mengetahui adanya perubahan-perubahan harga dari tahun ke tahun.
3. Laporan mingguan dan bulanan dari Bapepam untuk melihat perkembangan jumlah perusahaan yang masuk Pasar Modal Jakarta, laporan mingguan dan bulanan serta tahunan dari Kuala Lumpur Stock Exchange, Stock Exchange of Singapore dan dari Securities Exchange of Thailand guna mengetahui perkembangan jumlah perusahaan yang masuk serta transaksi perdagangan saham.
4. Peraturan-peraturan pemerintah yang menyangkut Pasar Modal dan ada hubungannya dengan penelitian ini.

3.4 Prosedur Pengambilan Dan Pengumpulan Data.

Semua data yang dianalisis diambil dari berbagai instansi antara lain Pasar Modal Indonesia, Kuala Lumpur Stock Exchange, Stock Exchange Of Singapore dan Stock Exchange Of Thailand. Hal ini dilakukan karena semua laporan keuangan perusahaan dari tahun ke tahun dapat diperoleh di masing-masing Pasar Modal. Seluruh perusahaan

yang masuk Pasar Modal mempunyai keharusan untuk menyerahkan laporan keuangannya kepada Pasar Modal, dengan demikian data yang digunakan adalah data sekunder. Di samping itu juga diperoleh data dari laporan-laporan yang diterbitkan oleh masing-masing Pasar Modal dan dikeluarkan secara berkala (harian, mingguan, bulanan dan tahunan). Tidak luput juga adalah data dari Kementerian Keuangan di masing-masing Negara yang masuk dalam penelitian, data dari Bank Sentral di masing-masing negara yang diteliti dan laporan-laporan lainnya yang ada hubungannya dengan tujuan penelitian ini.

3.5 Analisis Data.

Berdasarkan sifat data yang dikumpulkan, maka dalam studi ini digunakan berbagai alat analisis finansial dan berbagai metode statistik di samping metode analisis deduktif dan induktif.

Alat analisis finansial yang digunakan adalah analisis rasio finansial, antara lain :

1. Rasio antara Net Profit After Tax dengan Total Asset, disebut Return On Investment (ROI).
2. Rasio antara Net Profit After Tax dengan Equity, disebut Return On Equity (ROE).
3. Rasio antara Total Debt (Short Term Debt + Long Term Debt) dengan Total Asset, disebut Debt Ratio.

4. Rasio antara Long Term Debt dengan Equity, disebut Debt To Equity Ratio.
5. Rasio antara Long Term Debt dengan Total Capitalization (Long Term Debt + Equity), disebut Debt To Capitalization Ratio.
6. Rasio antara pinjaman jangka panjang ditambah pinjaman jangka pendek dengan Total Equity disebut Total Debt To Equity Ratio.
7. Rasio antara dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas dengan pendapatan para pemegang saham per lembar (EPS), disebut Dividen Payout Ratio (DPR).

Kesemuanya itu untuk dapat menjawab permasalahan mengenai fungsi manajemen pembelanjaan mana yang mempunyai pengaruh yang paling significance terhadap perubahan harga saham. Demikian pula untuk dapat menjawab pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham perusahaan di beberapa negara Asean yang menjadi obyek penelitian.

Dalam studi ini metode statistik yang digunakan untuk mengadakan analisis data adalah Multiple Regression Analysis, berdasarkan data cross-section pada periode waktu tertentu. Hal ini dilakukan, mengingat analisis data berdasarkan satu periode waktu tertentu tidak dimungkinkan dengan series data karena data yang ada sangat terbatas dan pada tiap-tiap tahun jumlah kasus (perusahaan) berbeda-beda.

Karena kecenderungan data yang ada dilihat dari scatter diagramnya menunjukkan adanya kecenderungan yang non-linier (lihat Lampiran : 1 sampai dengan 20). Untuk itu spesifikasi dari model analisis ini adalah :

$$Y_i = b_0 X_i^{b_1} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = harga saham pada tahun i yang merupakan variabel tidak bebas.

X_i = $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$ merupakan variabel bebas.

b_0, b_1, \dots, b_n = parameter.

e^{u_i} = faktor pengganggu.

Dengan memasukkan seluruh variabel maka model di atas akan menjadi :

$$Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_2^{b_2} X_3^{b_3} X_4^{b_4} X_5^{b_5} X_6^{b_6} X_7^{b_7} e^{u_i}$$

Sesuai dengan penjelasan pada variabel penelitian, secara teoritis tidak dimungkinkan seluruh variabel bebas diregresikan dengan variabel tidak bebasnya karena akan terjadi multicollinearity. Sehingga model regresi yang digunakan hanya menggunakan 2 variabel bebas untuk tiap-tiap model.

Setelah itu, model di atas menjadi :

$$a) Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_2^{b_2} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu

X_2 = Return On Investment pada satu tahun tertentu

b_0 = Harga perdana (konstanta)

b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

b_2 = Elastisitas Return On Investment terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

e^{u_i} = Faktor pengganggu.

$$b) Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_3^{b_3} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu

X_3 = Return on Equity pada satu tahun tertentu

b_0 = Harga perdana (konstanta).

b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

b_3 = Elastisitas Return on Equity terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

e^{u_i} = Faktor pengganggu

$$c) \quad Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_4^{b_4} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu

X_4 = Total Debt Ratio pada satu tahun tertentu

b_0 = Harga perdana (konstanta).

b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

b_4 = Elastisitas Debt Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

e^{u_i} = Faktor pengganggu

$$d) \quad Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_5^{b_5} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu

X_5 = Debt to Equity Ratio pada satu tahun tertentu

b_0 = Harga perdana (konstanta).

b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

b_5 = Elastisitas Debt to Equity Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

e^{u_i} = Faktor pengganggu

$$e) \quad Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_6^{b_6} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu.

X_6 = Debt to Capitalization Ratio pada satu tahun tertentu.

b_0 = Harga perdana (konstanta).

b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

b_6 = Elastisitas Debt to Capitalization Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.

e^{u_i} = Faktor pengganggu

$$f) \quad Y_i = b_0 X_1^{b_1} X_7^{b_7} e^{u_i}$$

Dengan keterangan sebagai berikut :

Y_i = Harga saham pada satu tahun tertentu

X_1 = Besarnya Dividend Payout Ratio pada satu tahun tertentu.

X_7 = Total Debt to Equity Ratio pada satu tahun tertentu.

- b_0 = Harga perdana (konstanta).
- b_1 = Elastisitas Dividend Payout Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.
- b_7 = Elastisitas Total Debt to Equity Ratio terhadap harga saham pada satu tahun tertentu.
- e_{ui} = Faktor pengganggu

Selanjutnya agar model yang digunakan dapat diselesaikan dengan analisis metode pangkat dua terkecil (OLS) maka model ditransformasikan kedalam Double Log sehingga berbentuk sebagai berikut :

$$a) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_2 \ln X_{2i} + e_i$$

$$b) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_3 \ln X_{3i} + e_i$$

$$c) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_4 \ln X_{4i} + e_i$$

$$d) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_5 \ln X_{5i} + e_i$$

$$e) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_6 \ln X_{6i} + e_i$$

$$f) \ln Y_i = b_0 + b_1 \ln X_{1i} + b_7 \ln X_{7i} + e_i$$

Menurut pendapat Joko Mursinto :

Metode pangkat dua terkecil (OLS) ini pertama kali dikemukakan Carls Friederich Gauss seorang ahli matematika yang berasal dari Jerman (Damodar Gujarati, 1979, hal :36). Agar metode OLS dapat berjalan dengan baik, maka Gauss mengajukan asumsi-asumsi yang harus dipenuhi dalam menggunakan OLS untuk regresi dan asumsi tersebut sering dinamakan sebagai asumsi klasik yang meliputi :

- a) Rata-rata gangguan sama dengan nol, $E(e) = 0$ artinya asumsi ini menginginkan model yang dipakai dapat secara tepat menggambarkan rata-rata variabel tergantung dalam observasi. Dengan kata lain, bila setiap sampel diulang-ulang dengan nilai variabel yang tetap, maka kesalahan dalam tiap observasi akan mempunyai rata-rata sama dengan nol atau saling meniadakan.
- b) Homoskedastik $E(e^2) = \sigma^2$, hal ini dimaksudkan bahwa varians gangguan tidak berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau dapat dikatakan tiap observasi mempunyai reliabilitas yang sama.
- c) Non-Otokorelasi $E(e_i, e_j) = 0$, artinya bahwa gangguan di satu observasi tidak berkorelasi dengan gangguan di observasi yang lain. Artinya, nilai variabel tidak bebas hanya diterangkan oleh variabel bebas dan bukan oleh variabel gangguan.
- d) Variabel gangguan tidak berkorelasi dengan variabel bebas, artinya Non-Multikolinierity, $E(e_i, x_i) = 0$, asumsi ini mempunyai implikasi bahwa nilai variabel bebas tidak berubah dari satu sampel ke sampel yang lainnya, karena memang variabel bebas ini akan dilihat pengaruh terhadap variabel tergantung.

Keempat hal di atas ini merupakan kondisi yang ideal (klasik) dan bila kondisi yang ideal ini terpenuhi maka dalam ekonometri dinamakan Best Linear Unbiased Estimator (BLUE).⁵²

52. Joko Mursinto, Ekonometri sebagai Salah Satu Alat Analisis Ekonomi. FE-UNAIR, Surabaya, 27 Januari 1990, hal : 11 - 14.

Dari hasil perhitungan, akan diperoleh parameter parameter coeffisien regresinya yang merupakan elastisitas Dividend Payout Ratio (X_1), Return On Investment (X_2), Return On Equity (X_3), Total Debt Ratio (X_4), Debt to Equity Ratio (X_5), Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Total Debt to Equity Ratio (X_7) terhadap harga saham (Y_i).

Parameter-parameter tersebut dapat bertanda positif dan negatif. Dari tanda yang diperoleh, selanjutnya dibandingkan dengan teori apakah keadaan tersebut cocok ataukah tidak. Apabila tanda tersebut memang cocok dengan teori, maka langkah selanjutnya dilakukan pengujian statistik dengan menggunakan tingkat kepercayaan 0.05. Tahap awal dilakukan terhadap koefisien regresi (parameter) partialnya masing-masing dengan menggunakan uji t.

Dalam uji t ini bila t_0 (observasi) < t (Tabel) maka H_0 tidak ditolak dan H_a ditolak. Bila keadaannya demikian, model yang digunakan kurang baik artinya variabel bebas tidak dapat menerangkan variabel tidak bebasnya. Sebaliknya bila $t_0 > t_t$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima, keadaan demikian dapat dikatakan bahwa variabel bebas dapat menerangkan variabel tidak bebasnya yang ada pada model. Selanjutnya, untuk pengujian statistik diperlukan juga mengetahui besarnya koefisien determinasi (R^2). Kegunaan dari R^2 ini adalah untuk mengukur ketepatan yang paling baik dari analisis regresi. Jika R^2 yang diperoleh sama dengan 1 (satu), maka dikatakan semakin kuatlah model

tersebut dalam menerangkan variasi variabel tergantung dan semakin dekat nilai R^2 dengan nol maka semakin lemah model itu untuk menerangkan variasi variabel tergantung. Dengan kata lain, semakin R^2 mendekati 1 (satu) semakin baik model tersebut ; kata baik di sini mempunyai pengertian dengan tanda petik, karena suatu model nilai dari R^2 mendekati satu tetapi model tersebut mungkin tidak mempunyai kegunaan apa-apa. Sehingga yang diartikan baik di sini bila regresinya telah memenuhi suatu prosedur yang betul. Untuk selanjutnya, pengujian dilakukan dengan pengujian variansnya atau sering dinamakan uji F. Apabila dari hasil perhitungan F_0 (observasi) < F_t (Tabel) maka H_0 tidak ditolak sehingga H_a ditolak, maka keadaan ini dapat dikatakan bahwa variasi dari regresi tidak berhasil menerangkan variasi variabel bebasnya. Sebaliknya, bila $F_0 > F_t$ maka H_0 ditolak dan H_a diterima sehingga di sini dikatakan bahwa variasi model regresi tersebut dapat menerangkan variasi variabel tergantungnya.

Dari uraian di muka ini dapat dikatakan, apabila dalam pengujian ternyata t tinggi, R^2 tinggi dan F tinggi maka berarti persyaratan yang ideal sudah dipenuhi, sehingga model yang dibuat di atas sudah dapat digunakan untuk peramalan dan tentunya persyaratan ekonominya juga terpenuhi. Bila hal-hal yang disebutkan di atas ini tidak terpenuhi, maka keadaan ini dikatakan terjadi penyimpangan klasik.

Selain itu untuk mengetahui dominasi masing-masing parameter perlu dilihat pula koefisien determinasi partialnya (r^2). Hal ini berguna untuk mengetahui sejauh mana sumbangan variabel bebas secara mandiri terhadap variabel tidak bebasnya. Semakin besar koefisien determinasi partialnya (r^2) antara variabel bebas yang satu dengan lainnya menunjukkan dominannya variabel tersebut terhadap variabel tidak bebasnya.

B A B IV

PERKEMBANGAN PASAR MODAL

4.1 Pasar Modal di Inggris dan Amerika.

Sebelum kita membicarakan perkembangan pasar modal di beberapa negara Asean, maka ada baiknya melihat terlebih dahulu keberadaan pasar modal di Inggris dan Amerika Serikat. Hal ini dilakukan, mengingat kedua negara ini merupakan tempat permulaan berdirinya pasar modal. Pasar modal di Inggris bermula dari berkumpulnya makelar-makelar dana dan sero-sero disekitar Royal Exchange dengan dikeluarkannya prijscourant resmi yaitu pada tahun 1698. Gedung pertama Stock Exchange terletak dekat Treadneedle Street dan mulai digunakan sejak tahun 1773 dan kemudian pindah tempat pada tahun 1801 ke Treadneedle Street, London. Sampai dengan tahun 1973, terdapat berbagai bursa efek di Inggris yang masing-masing menempuh jalan hidupnya sendiri-sendiri. Kemudian pada tahun 1973 atau tepatnya Maret 1973 terjadilah fusi antara bursa-bursa propinsi dan bursa London. Sejak itulah kemudian mereka membentuk the Stock Exchange dengan jumlah anggota sekitar 4.600. Karenanya, Dictum-meum pactum (My word is my bond) adalah Devis The Stock Exchange.

Pengurus Stock Exchange terdiri dari 45 orang yang dipilih oleh anggota-anggota individual dari kalangan mereka sendiri. Jobber memilih jobber dan para broker memilih broker, dan di samping itu masih ada broker pemerintah yang merupakan wakil Bank of England. Ex-Officio Bank of England adalah sebagian dari pengurus, tetapi tidak punya hak suara. Tiap 5 tahun anggota mengundurkan diri, tetapi masih boleh dipilih kembali untuk periode berikutnya. The Stock Exchange di London berkembang sendiri, mereka tidak tunduk pada persyaratan hukum atau ketentuan-ketentuan pemerintah terhadap kebijakan yang dijalankan, The Stock Exchange berdiri otonom.

Dewasa ini The Stock Exchange di London merupakan, salah satu pasar modal terbesar di Dunia di samping New York Stock Exchange. Seperti halnya The Stock Exchange di London, maka New York Stock Exchange di Amerika Serikat lahirnya berkat niatan para pedagang efek yang ingin menertibkan urusannya dalam lalu lintas efek yang sebagian besar diselesaikan di kedai-kedai kopi. Maka pada 17 Mei 1792, sebanyak 24 orang pedagang efek mengadakan persetujuan untuk menjalankan perdagangan menurut peraturan yang telah ditetapkan dan ditanda-tangani oleh seluruh para pedagang yang hadir saat itu. Pada 25 Februari 1817 anggaran dasar resmi pertama New York Stock Exchange Board berlaku. Salah satu ketentuan itu adalah broker yang

diperbolehkan masuk kedalam perdagangan efek berkewajiban untuk hadir di lantai bursa, terhadap pelanggaran atas ketentuan ini akan dikenakan denda.

Penamaan Wall Street tidak dapat dipisahkan dari New York Stock Exchange sebagai peringatan pada tempat di mana untuk pertama kalinya perdagangan efek dilakukan menurut peraturan-peraturan yang tetap. Di luar New York terdapat 15 bursa efek berkedudukan di Amerika Serikat yang semuanya berhubungan dengan New York Stock Exchange. Semua bursa efek di Amerika Serikat adalah organisasi-organisasi partikelir dengan pengurus dan peraturan-peraturannya sendiri. Di New York Stock Exchange transaksi dari surat-surat berharga dilakukan baik di "pasar perdana" (the primary market) maupun di "pasar sekunder" (the secondary market).

Di kedua negara tersebut, Stock Exchange dikelola oleh orang-orang partikelir (swasta) tanpa ada campurtangan pemerintah. Mereka berjalan dan tumbuh atas usaha orang-orang swasta tersebut. Pada transaksi di pasar perdana (the primary market), pembeli membayar surat-surat berharga tersebut kepada perusahaan yang mengeluarkan surat-surat berharga secara tunai dengan maksud untuk memiliki surat-surat berharga tersebut. Dengan demikian, perusahaan-perusahaan yang mengeluarkan surat berharga menerima uang tunai dan masyarakat investor memiliki surat-surat berharga tersebut untuk ditahan.

Menurut Reilly, pasar perdana diartikan sebagai berikut:

"The primary market for corporate offering is one in which new issues, bonds, preferred stock, or common stock, are sold by companies to acquire new capital. The proceeds of the Sale of Securities goes to the firm as new capital."⁵³

Dengan demikian pasar perdana berfungsi sebagai penjualan saham baru, obligasi dan saham preferen oleh perusahaan untuk memperoleh modal sesuai dengan kebutuhannya. Hasil penjualan surat-surat berharga masuk ke dalam perusahaan sebagai modal (new capital). Penjualan surat-surat berharga oleh perusahaan ke pasar modal haruslah melalui "investment bankers". Investment bankers adalah suatu organisasi yang mengkhususkan pekerjaannya dalam menempatkan penjualan surat-surat berharga di pasar perdana dan meliputi tiga jenis pekerjaan sebagai berikut :

1. Advice.
2. Underwriting.
3. Distribution.

ad. 1. Advice.

Di sini Investment bankers dapat memberikan advis dalam berbagai hal, antara lain sebagai berikut:

53. Frank. K. Reilly, Investment Analysis & Portfolio Management, The Dreyder Press, Edisi ke-1, USA, 1979, hal : 54 - 58.

- a. Memberikan advis mengenai jenis & tipe dari surat-surat berharga yang akan dijual, apakah itu dalam bentuk saham atautkah obligasi.
- b. Kapan sebaiknya harus menjual, dengan tertentunya keadaan pasar yang sedang berlaku sekarang maupun dimasa mendatang. Di sini investment bankers dapat memberikan nasehat dan gambaran tentang kapan sebaiknya harus menjual surat-surat berharga tersebut. Apakah dalam waktu dekat atautkah menundanya. Hal ini dimaksudkan untuk dapat memperoleh harga yang paling menguntungkan bagi perusahaan.
- c. Akhirnya investment bankers, berdasarkan dengan keadaan di atas, dapat memberikan nasehat dan petunjuk mengenai "harga jual" dari surat-surat berharga yang akan dijual.

ad. 2. Underwriting

Dengan ditetapkannya jenis surat-surat berharga yang dijual, tanggal dikeluarkannya dan harga jual dari surat-surat berharga tersebut, maka perusahaan dapat menjual kepada masyarakat untuk segera memperoleh hasilnya. Ada 3 persyaratan yang ditetapkan oleh underwriter dalam melakukan tugas underwriting terhadap perusahaan yang mau menjual surat-surat berharga kepada masyarakat untuk pertama kalinya, yaitu :

a. Firm Commitment.

Di sini investment bankers membeli seluruh jumlah surat-surat berharga yang dijual penjual dengan harga yang sudah disetujui sebelumnya. Seluruh risiko pasar dipindahkan dari penjual atau yang mengeluarkan surat-surat berharga tersebut kepada investment bankers.

b. Stand-by agreement.

Di sini underwriter setuju untuk membantu perusahaan yang ingin menjual surat-surat berharga untuk pertama kali sampai pada interval waktu tertentu (biasanya 30 hari), tetapi underwriter tidak mengambil seluruh risiko yang timbul. Setelah interval waktu habis, underwriter dapat membeli surat-surat berharga yang tidak terjual, dengan harga yang telah disetujui sebelumnya.

c. Best - effort basis sale.

Berbeda halnya dengan yang terdahulu maka underwriter tidak punya kewajiban untuk membeli setiap surat-surat berharga baru yang dijual. Underwriter menempatkan dirinya sebagai broker dan mengembalikan setiap surat-surat berharga yang tidak terjual.

Kondisi ini digunakan karena 2 alasan:

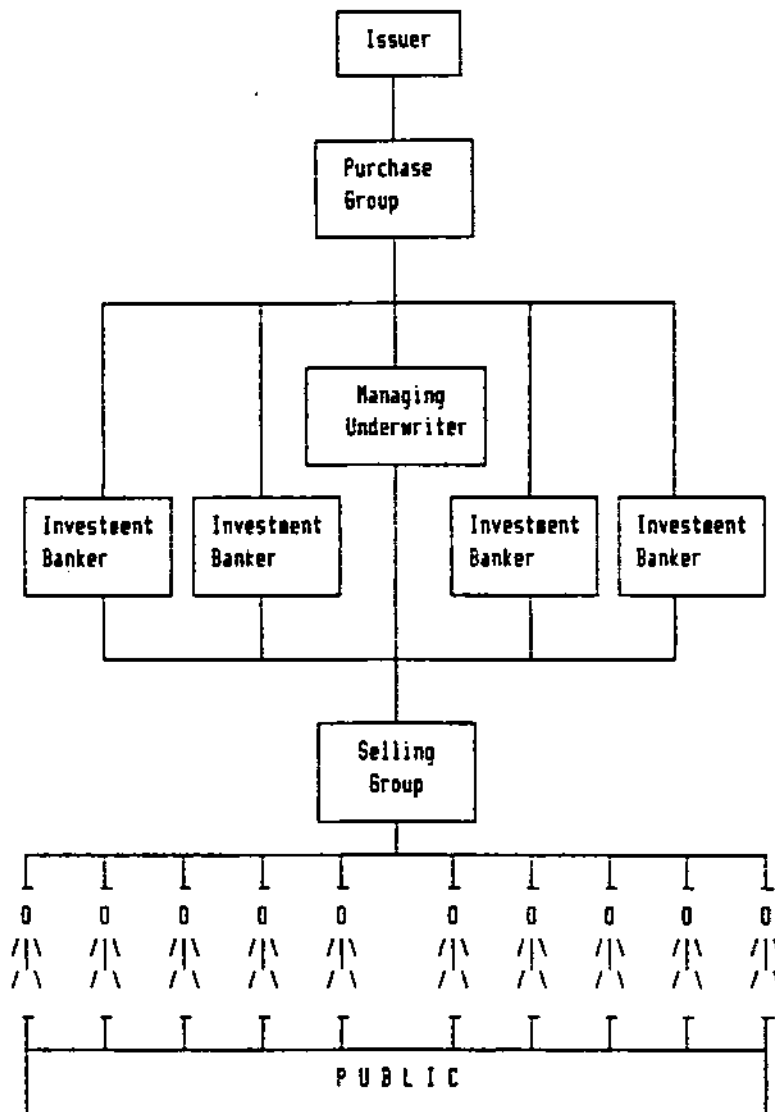
1. Perusahaan yang mengeluarkan surat-surat berharga tersebut mengetahui benar bahwa seluruh surat-surat berharga yang dijual akan habis terjual.
2. Bagi investment banker, perusahaan yang mengeluarkan surat-surat berharga tersebut adalah amat riskan dan sangat tidak stabil.

ad. 3. Distribusi.

Beberapa perusahaan yang ingin menjual sahamnya di pasar modal mempunyai kemampuan untuk memasarkan saham baru yang memerlukan bantuan dari investment bankers. Tetapi hampir sebagian besar perusahaan yang ingin menjual sahamnya di pasar modal tidak mempunyai hubungan langsung dengan para pembeli yang potensial. Karena itu akan lebih baik untuk mengadakan spesialisasi dalam tugas masing-masing. Seperti halnya dengan investment bankers, yang menspesialisasikan usahanya dalam pemberian advis dan underwriting kepada perusahaan-perusahaan yang ingin menjual sahamnya di pasar modal. Dalam usaha mengembangkan team distribusi yang efektif, maka dibuatlah kelompok penjual yang anggotanya terdiri dari anggota pembeli dan para broker yang dipilih. Gambaran akan organisasi group penjual dan pembeli dapat dilihat dalam gambar : 9.

Gambar: 9.

Group Pembeli & Penjual
dari Underwriter



Sumber: Robert C. Radcliffe, Investment, Concept, Analysis and Strategy, Edisi ke-2, Scot-Forester and Company, USA, 1987, hal : 63

Setelah batas waktu penjualan di pasar perdana (the primary market) habis, maka surat-surat berharga tersebut mulai dicatatkan pada pasar sekunder (the secondary market). Penjualan di pasar sekunder dilakukan bagi surat-surat berharga yang sudah terjual kepada masyarakat, dan diperjual belikan antara pemegang surat-surat berharga saat itu dengan mereka yang ingin memiliki surat-surat berharga tersebut. Hasil dari penjualan dipasar sekunder tidak lagi masuk ke perusahaan tetapi diterima oleh pemilik surat-surat berharga pada saat itu.

Setelah investor membeli surat-surat berharga di pasar perdana (the primary market), maka investor dapat menjualnya kembali di masa mendatang untuk keperluan membeli surat-surat berharga yang lainnya, membeli rumah atau untuk berlibur. Penjualan dapat dilakukan di pasar sekunder (the secondary market). Kemampuan investor untuk merubah surat-surat berharga menjadi uang kas, sangat tergantung pada organisasi di pasar sekunder tersebut. Jadi, di pasar sekunder akan dapat dirubah surat-surat berharga tersebut menjadi alat yang sangat liquid. Untuk itu, pasar perdana akan menjadi tidak berarti dalam melakukan fungsinya membantu perusahaan dalam mendapatkan modal baru tanpa diikuti kemampuan untuk merubah surat-surat berharga tersebut menjadi amat liquid di pasar sekunder.

Pasar sekunder juga mempunyai arti penting bagi perusahaan karena dapat membentuk harga pasar dari surat-surat berharga yang dijual oleh perusahaan. Karenanya, untuk setiap surat-surat berharga baru yang dijual di pasar perdana akan dapat ditunjukkan harga yang sebenarnya di pasar sekunder.

Di samping pasar sekunder (the secondary market), masih ada beberapa jenis lagi yaitu :

- a) Over the Counter Market.
- b) Third & Fourth Market.

Di Over the Counter Market (OTC), transaksi yang tidak dapat dilayani pada pasar yang terorganisir (the secondary market) dapat dilakukan. Pada OTC, tidak diperlukan tempat yang tertentu, untuk melakukan segala bentuk transaksi jual beli surat-surat berharga. Hanya diperlukan adanya suatu hubungan yang tetap antara broker dan dealer baik itu melalui telpon maupun terminal komputer. Sedangkan untuk Third Market sering disebut sebagai transaksi OTC dari surat-surat berharga yang diperdagangkan di organized market (pasar sekunder).

Akhirnya Fourth Market, merupakan transaksi yang terjadi dalam jumlah besar dan langsung dilakukan antara pembeli dan penjual. Hal ini berlangsung untuk menekan biaya broker dan dealer, sehingga broker dan dealer sepertinya diabaikan. Setelah melihat gambaran keberadaan

Pasar Modal di Inggris dan Amerika Serikat maka perlu dilihat gambaran perkembangan Pasar Modal di beberapa Negara Asean.

10.2 Perkembangan Pasar Modal di Beberapa Negara Asean.

10.2.1 Perkembangan Pasar Modal di Indonesia.

Dalam usaha mengembangkan usaha perekonomian di Indonesia, maka pemerintah kolonial Belanda sekitar abad ke-19 membangun perkebunan secara besar-besaran. Salah satu sumber dana adalah dari para penabung yang harus dikerahkan dengan sebaik-baiknya. Para penabung ini terdiri dari orang-orang Belanda dan Eropa lainnya.

Dengan mencontoh keadaan di Negeri Belanda, maka timbul pikiran untuk membuat Pasar Modal di Batavia (Jakarta). Pada permulaannya, para pengusaha Belanda mendirikan apa yang dikenal dengan Vereniging voor de Effecten Handel di Batavia sekitar 14 Desember 1912. Sesuai dengan keadaan saat itu, maka perdagangan efek hanya dilakukan oleh orang-orang Belanda atau yang dipersamakan dengan Belanda. Efek yang diperjual-belikan pada saat itu adalah saham dan obligasi perusahaan (perkebunan) Belanda yang beroperasi di Indonesia dan Pemerintah Hindia Belanda.

Pada permulaannya hanya 13 anggota yang terdiri dari para makelar yaitu :

- | | |
|---------------------------|---------------------------------------|
| 1. Fa. Dunlop & Kolf | 7. Fa. Jeannette Walen |
| 2. Fa. Gijsselman & Steup | 8. Fa. Wiekert & Geerling |
| 3. Fa. Monod & Co | 9. Fa. Walbrink & Co |
| 4. Fa. Adree Witansi & Co | 10. Fa. Wieckert & V.d. Linden |
| 5. Fa. A.W. Deeleman | 11. Fa. Vermeys & Co |
| 6. Fa. H. Jul Joostensz | 12. Fa. Cruyff dan |
| | 13. Fa. Gebroeders Dull ⁵⁴ |

Di samping itu, diperdagangkan pula sertifikat saham perusahaan Amerika yang diterbitkan oleh Kantor Administrasi di Negeri Belanda serta efek Belanda lainnya. Dengan semakin berkembangnya Pasar Modal di Batavia, maka dirasakan perlu dibuka Pasar Modal (bursa efek) di Surabaya yaitu pada 11 Januari 1925.

Beberapa bulan kemudian dibuka Pasar Modal di Semarang pada 1 Agustus 1925. Pada saat itu semua anggota bursa yang terdiri dari makelar, komisioner dan Bank Swasta adalah pengusaha Belanda; sedangkan pemodal (investor) terdiri dari perorangan, pensiunan, institutional investor dan perusahaan yang dikuasai Belanda. Sehingga pada hakekatnya Bursa Efek pada saat itu merupakan sarana hanya untuk kepentingan masyarakat Belanda.

54. Departemen Penerangan RI, Pasar Modal dan Pembangunan Nasional, Jakarta, 1984, hal : 16.

Pada permulaan tahun 1939 ketika suhu politik di Eropa menghangat dengan memuncaknya kekuasaan Nazi yang dipimpin oleh Adolf Hitler, maka Pemerintah Hindia Belanda menganggap lebih baik memusatkan perdagangan efek di Jakarta, ini berarti pasar modal di Surabaya dan Semarang ditutup. Dengan jatuhnya Belanda ketangan Jerman pada 10 Mei 1940, maka kegiatan pasar modal di Jakarta juga ikut ditutup. Kemudian selama masa pendudukan Jepang dan pada masa revolusi, pasar modal di Jakarta kegiatannya masih tetap terhenti. Tetapi setelah Pemerintahan Belanda mengakui kedaulatan Republik Indonesia pada tahun 1949, maka obligasi Republik Indonesia dikeluarkan oleh Pemerintah yaitu pada tahun 1950.

Peristiwa ini telah mendorong Pemerintah Indonesia untuk mengaktifkan kembali pasar modal di Indonesia, dengan didahului oleh Undang-Undang Darurat No 13 tanggal 1 September 1951 dan kemudian yang dijadikan Undang-Undang No 15/1952 tentang Bursa dengan dilengkapi Keputusan Menteri Keuangan No 289737/UU tanggal 1 Nopember 1951.

Pada akhirnya tanggal 3 Juni 1952 Bursa Efek Indonesia dibuka kembali di Jakarta. Adapun penyelenggara diserahkan kepada Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (PPUE) yang terdiri dari 3 Bank Negara dan beberapa makelar (brokers) efek lainnya dengan Bank Indonesia sebagai penasehat. Sejak ini maka pasar modal di Indonesia berkembang dengan pesat dan terus berkembang lagi dengan

dikeluarkannya obligasi dari Bank Industri Negara berturut-turut pada tahun 1954, 1955 dan 1956.

Para pembeli obligasi umumnya warga negara Belanda, baik selaku perorangan maupun badan hukum. Namun keadaan tersebut seperti di atas hanya berlaku sampai tahun 1958, akibat memburuknya hubungan antara Republik Indonesia dengan Belanda mengenai sengketa Irian Barat dan adanya pengambilalihan semua perusahaan Belanda yang ada di Indonesia sesuai dengan Undang-Undang Nasional No 86 tahun 1958 yang disusul dengan Instruksi dari Badan Nasionalisasi Perusahaan Belanda (BANAS) pada tahun 1960 tentang larangan bagi pasar modal (Bursa Efek) di Indonesia untuk memperdagangkan semua efek perusahaan Belanda yang beroperasi di Indonesia.

Selanjutnya setelah adanya masa Orde Baru, maka mulai dirintis normalisasi keadaan perekonomian dengan mengadakan tekanan terhadap inflasi untuk mengembalikan kepercayaan masyarakat terhadap Rupiah. Kemudian Pemerintah melaksanakan Pembangunan Lima Tahun I (Pelita I) pada tahun 1969. Dalam melaksanakan pembangunan tersebut, Pemerintah memerlukan modal baik dari Dalam maupun dari Luar Negeri guna keberhasilan pembangunan. Mulailah pemerintah menganjurkan kepada masyarakat untuk membiasakan menabung di samping membuka perekonomian untuk investor asing. Untuk maksud tersebut, Pemerintah memperkenalkan Deposito Berjangka dengan suku bunga yang menarik serta

Tabanas dan Taska yang dapat terjangkau oleh masyarakat luas.

Pada tahun 1970, Bank Indonesia mengeluarkan Sertifikat Bank Indonesia (SBI), sebagai usaha untuk memberikan kesempatan kepada dunia perusahaan (perbankan dan perorangan) untuk menanamkan dana lebih mereka, dengan aman dan menghasilkan. Di sinilah titik permulaan pengenalan instrumen pasar uang kepada masyarakat yang kemudian diikuti oleh Bank-Bank Pemerintah dan Komersial Asing untuk mengeluarkan sertifikat deposito dalam bentuk rupiah, mempunyai tujuan utama untuk menarik dana dari masyarakat. Kemudian pada tahun 1974, Pemerintah memberikan kesempatan pada Bank-Bank untuk mengadakan interbank call money market, yakni suatu kesempatan untuk mendayagunakan idle money secara maksimal yang timbul karena terjadinya surplus setelah jam clearing. Pendayagunaan ini dilakukan dalam waktu yang singkat. Dana yang diperdagangkan dalam bentuk interbank call money market, adalah dana jangka pendek yang harus dibayar kembali setelah lewat satu jam atau beberapa hari saja, apabila jangka waktunya dilampaui maka pinjaman harus dilakukan secara formal seperti pemberian kredit. Dengan demikian, kita dihadapkan pasar uang yang terorganisir dengan baik, karena dana yang tersedia dalam waktu yang terbatas dapat dimanfaatkan oleh pihak yang membutuhkan likuiditas.

Di samping penerahan dana dari masyarakat, Pemerintah terus mengadakan persiapan untuk membentuk Pasar Modal. Dengan surat keputusan Direksi Bank Indonesia No 4/16 Kep.Dir, tanggal 26 Juli 1968 terbentuklah suatu Team Persiapan Pasar Uang dan Modal (PUM). Setelah bekerja dengan baik, maka Team Persiapan Pasar Uang dan Modal (PUM) ini dibubarkan dan dengan surat keputusan Menteri Keuangan No Kep.02/MK/IV/I/1970 didirikanlah Team Pasar Uang dan Modal yang diketuai oleh Gubernur Bank Sentral dengan tugas:

1. Membantu Menteri Keuangan mempersiapkan langkah-langkah ke arah pelaksanaan pengembangan PUM.
2. Mengaktifkan kembali Bursa Efek-efek yang dalam kenyataan sehari-hari dipimpin oleh Bank Indonesia di bawah pengawasan Team Pasar Uang dan Modal.

Kemudian dengan terselesaikannya dasar pemikiran pengembangan PUM, maka dengan SK. Menteri Keuangan No. Kep.25/MK/IV/I/1972 tanggal 13 Januari 1972 terbentuklah Badan Pembina Pasar Uang dan Modal dengan tugas:

- a. Membantu Menteri Keuangan dalam melaksanakan pembaharuan PUM tahap demi tahap menurut situasi serta kebutuhan.
- b. Mempersiapkan pembentukan suatu lembaga Pasar Uang dan Modal.
- c. Melaksanakan pengawasan atas aktivitas Bursa Efek.

Setelah Badan itu menyelesaikan tugasnya maka pada tanggal 28 Desember 1976 dikeluarkanlah seperangkat peraturan yang isi pokoknya sebagai berikut :

1. Dalam Keputusan Presiden No 52 tahun 1976 ditetapkan tentang pendirian Pasar Modal, pembentukan Badan Pembina Pasar Modal, Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) dan badan yang memecah saham dalam sertifikat saham (P.T Danareksa).
2. Dalam Peraturan Pemerintah No 25 Tahun 1976 ditetapkan P.T. Danareksa dengan penyertaan modal negara Republik Indonesia sebanyak Rp 50 milyar.
3. Diberikan keringanan perpajakan kepada perusahaan yang Go-Publik dan kepada pembeli saham atau bukti penyertaan modal.
4. Ditetapkan peraturan permainan di Pasar Modal.

Dalam usaha memahami konsepsi pembentukan Pasar Modal di Indonesia, maka perlu dikaji tiga landasan pokok yaitu landasan idiil, struktural dan operasional. Sehubungan dengan hal di atas maka Presiden Suharto pada

peresmian pengaktifan kembali Pasar Modal di Indonesia pada tanggal 10 Agustus 1977 mengatakan sebagai berikut :

"....dengan adanya pasar modal, maka perusahaan- perusahaan akan memperoleh tambahan modal langsung dari masyarakat pembeli saham ..."55

Kemudian pada waktu mengajukan RAPBN 1980/1981 di depan sidang pleno DPR pada tanggal 7 Januari 1980 Presiden mengatakan:

"Bahwa kepada mereka yang memiliki uang tetapi tidak memilih menanamkannya dalam proyek, dihimbau untuk menabung dalam bentuk deposito berjangka, Tabanas dan Taska atau mempergunakan kesempatan berperan serta dalam pasar modal."56

Kemantapan pola kebijaksanaan Pemerintah dibidang pasar modal dan pengerahan dana masyarakat, diperjelas oleh Menteri Keuangan dan Gubernur Bank Indonesia dalam wawancaranya dengan Threes Nio di Washington pada tanggal 19 April 1984, bahwa : "...mobilisasi dana akan diusahakan melalui Deposito/ Tabanas, Pasar Uang dan Modal, Perpajakan dan Asuransi/Dana Pensiun."57

55. B.O. Economica - FEUI - PT (Pesero) Danareksa, Pasar Modal di Indonesia, Gagasan dan Tanggapan, Jakarta, 1987, hal : 34.

56. Departemen Penerangan RI, Pasar Modal dan Pembangunan Nasional, Jakarta, 1984, hal : 12.

57. B.O. Economica-FEUI-PT.(Pesero) Danareksa, Op.Cit., hal : 35.

Perkembangan pasar modal di Indonesia dilakukan melalui penciptaan situasi yang alamiah dalam perkembangan harga-harga saham, nantinya diusahakan seperti yang ada di Kuala Lumpur, Singapura dan negara-negara Asean lainnya. Konsepsi Pasar Modal di Indonesia tidaklah terlepas dari keseluruhan konsepsi Ekonomi Nasional atau tidak dapat dipisahkan dari sumber konsepsi Ekonomi Nasional yaitu Demokrasi Ekonomi sebagai landasan yang tidak dapat ditawar-tawar sebagaimana diisyaratkan dalam pasal 33 Undang-Undang Dasar 1945. Oleh sebab itu dalam pidato pengaktifan kembali Pasar Modal di Indonesia Presiden mengatakan antara lain:

"Karena itulah sejak semula dengan sadar, pemerintah mendorong pertumbuhan industri dan perusahaan-perusahaan swasta melalui kebijaksanaan yang merangsang penanaman modal asing dan modal dalam negeri. Ini berarti bahwa tumbuhnya perusahaan dan industri-industri swasta itu, dibantu Pemerintah dan yang pada hakekatnya juga berarti dibantu masyarakat. Oleh sebab itu adalah adil dan layak apabila kemudian masyarakat luas juga diberi kesempatan untuk ikut memiliki perusahaan-perusahaan dan industri-industri tadi. Hal ini dilakukan bukan dengan cara paksa yang bersifat merusak, melainkan dengan cara yang adil dan masuk akal yaitu dengan membentuk Pasar Modal."⁵⁸

Agar pasar modal dapat berjalan dengan baik, maka sesuai dengan Keputusan Presiden No 52 Tahun 1976 dibentuklah Badan Pembina Pasar Modal. Tugas Badan Pembina Pasar Modal yaitu :

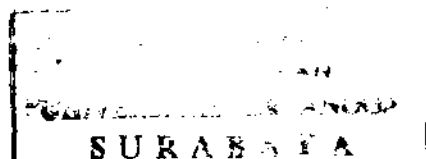
58. B.O. Economica-FEUI-PT.(Pesero) Danareksa, Op.Cit, hal : 35.

1. Memberikan pertimbangan kebijaksanaan kepada Menteri Keuangan dalam melaksanakan wewenang di bidang Pasar Modal.
2. Memberikan pertimbangan kebijaksanaan kepada Menteri Keuangan dalam melaksanakan wewenang terhadap Badan Usaha Negara.

Badan Pembina Pasar Modal terdiri dari: Menteri Keuangan, selaku Ketua, Menteri Negara Penertiban Aparatur Negara/Wakil Ketua, Badan Perencanaan Pembangunan, selaku Wakil Ketua merangkap anggota, Menteri Perdagangan, selaku anggota, Sekretaris Kabinet, selaku anggota, Gubernur Bank Indonesia, selaku anggota dan Ketua Badan Koordinasi Penanaman Modal, selaku anggota.

Di samping Badan Pembina Pasar Modal, kemudian dibentuk Badan Pelaksana Pasar Modal (BAPEPAM) yang mempunyai tugas untuk melakukan pengendalian dan melaksanakan pasar modal sesuai dengan kebijaksanaan Pemerintah. Badan Pelaksana Pasar Modal ini bertanggung jawab langsung kepada Menteri Keuangan dengan tugas khusus yaitu:

- 1) Mengadakan penilaian terhadap perusahaan-perusahaan yang akan menjual saham-sahamnya melalui pasar modal.
- 2) Menyelenggarakan bursa pasar modal yang efektif dan efisien.



3) Terus-menerus mengikuti perkembangan perusahaan-perusahaan yang menjual sahamnya melalui pasar modal.

Ketua Badan Pelaksana Pasar Modal diangkat dan diberhentikan oleh Presiden, sedangkan pejabat-pejabat BAPEPAM lainnya ditetapkan oleh Menteri Keuangan. Agar Pasar Modal itu dapat berjalan baik, maka harus dapat memenuhi beberapa hal:

1. Adanya perusahaan yang menawarkan sahamnya kepada masyarakat dan telah memenuhi persyaratan yang telah ditetapkan.
2. Adanya masyarakat investor yang bersedia membeli saham-saham perusahaan.
3. Adanya lembaga Pasar Modal yang mempertemukan perusahaan sebagai pihak yang menawarkan saham dengan masyarakat investor sebagai pihak yang membeli saham (meminta saham).
4. Adanya pedagang perantara (komisioner dan makelar).
5. Adanya underwriter yang menjamin penjualan surat-surat berharga.

Di samping itu masih ada beberapa alasan bagi perusahaan untuk menjual sahamnya di pasar modal, yaitu :

1. Seringkali terjadi bahwa pemilik perusahaan telah menginvestasikan hampir seluruh kekayaannya dalam perusahaan, sehingga going public (menjual saham kepada masyarakat) berarti ia dapat menjual sebagian pemilikannya dan seringkali yang dijual hanya sebagian

saja supaya pengendalian perusahaan tetap ada di tangannya.

2. Bagi perusahaan, maka sumber permodalannya adalah sangat terbatas. Bila ingin memperluas usahanya, perusahaan hanya dapat menggunakan bagian laba yang ditahan (sebagai sumber dana intern) dan dari tambahan modal pemilik atau pihak ketiga (sebagai sumber dana extern) yang berasal dari bank dan lembaga-lembaga keuangan lainnya. Karenanya perkembangan perusahaan sangat terbatas dan untuk dapat berkembang dengan lebih cepat lagi, jalan yang terbaik adalah dengan menjual sebagian sahamnya kepada masyarakat. Sehingga perusahaan akan memperoleh tambahan modal tetap yang dapat digunakan untuk selamanya dalam perusahaan tanpa ada keharusan untuk mengembalikan pada suatu waktu tertentu.

Gambaran mengenai susunan pemegang saham sebelum dan sesudah masuk pasar modal dapat dilihat dalam Tabel : 4.1. Pada Tabel ini dapat dilihat bahwa, bagi perusahaan Asing yang sebagian besar sahamnya dipegang oleh beberapa orang saja, di antaranya Asing dan Indonesia dengan proporsi pemilikan sebagian besar asing, maka setelah masuk pasar modal, proporsi pemilikan oleh warga negara Indonesia menjadi bertambah besar, tetapi pemilikan asing tetap merupakan pemegang saham dengan proporsi yang terbesar kecuali P.T Semen Cibinong dan P.T Jakarta International Hotel.

Sehingga dengan demikian, pergantian pemilikan dan manajemen perusahaan sulit untuk dapat dilakukan. Bagi perusahaan yang sepenuhnya dikuasai oleh warga negara Indonesia, maka perubahan manajemen juga sulit dilakukan oleh masyarakat, karena proporsi saham yang dimiliki masyarakat masih merupakan bagian kecil saja dari saham keseluruhan. Jadi kelangsungan manajemen perusahaan masih dapat dilaksanakan baik untuk waktu yang pendek maupun untuk waktu yang panjang.

Dalam hal ini, bahwa sumber permodalan perusahaan adalah sangat terbatas, terutama sumber dana intern yang terdiri dari laba yang ditahan dan cadangan. Dalam usaha untuk dapat mengembangkan aktivitas perusahaan, diperlukan adanya tambahan dana dari luar (dana ekstern) yang dapat diperoleh dari pihak ketiga dan dengan menjual saham kepada masyarakat. Sumber dana ekstern sebelum adanya pasar modal sebagian besar berasal dari kredit perbankan. Hal ini kurang menguntungkan perusahaan, karena sebagian besar dana tersebut berjangka waktu pendek dan paling panjang jangka waktunya menengah. Kalau jangka waktunya sudah selesai maka harus mengadakan negosiasi baru lagi untuk dapat menggunakan dana perbankan tersebut di dalam perusahaan.

Keadaan ini tidak dapat terus berlangsung, karena dana yang dibutuhkan untuk membelanjai pengembangan dengan pembelian aktiva tetap tidaklah wajar kalau dibelanjai

dengan menggunakan dana jangka pendek atau menengah. Perusahaan membutuhkan dana yang berjangka panjang untuk dapat memenuhi kebutuhan pengembangannya. Sumber dana jangka panjang ini dapat diperoleh baik itu dengan cara Leasing, dari venture capital dan Pasar Modal. Kalau dengan cara leasing, maka ini sama saja dengan meminjam uang di bank dengan kewajiban pengembalian setiap tahun.

Sedangkan Venture Capital diartikan sebagai lembaga keuangan yang bertindak sebagai investor untuk membantu mewujudkan, mengembangkan produk untuk teknologi/inovasi baru hingga sukses, serta mempersiapkan para perusahaan mitra usaha go-public.

Lingkup usaha Venture Capital menurut Bahaudin Darus sebagai berikut:

1. Pengembangan bisnis yang sudah ada.
2. Investasi dalam bisnis risiko tinggi yang potensiil berkembang.
3. Melakukan penelitian dan analisa pra-investasi.
4. Melakukan negosiasi dengan lembaga-lembaga keuangan lainnya tentang kemungkinan konsorsium pembiayaan proyek.
5. Baik langsung ataupun tidak langsung ikut aktif mengikuti tahap pelaksanaan investasi proyek sejak dini hingga tahap komersial, yang meliputi : manajemen, teknologi, pemasaran, dsb.
6. Pertumbuhan dana-dana yang ada serta mengembangkan dana dari hasil Return on Capital Proyek.⁵⁹

59. Bahaudin Darus, "Tinjauan singkat tentang Venture Capital Enterprise", Infobank, Vol: IX no. 93, September 1987, Jakarta, hal : 31 - 32 dan 49 - 50.

TABEL : 4.1
SUSUNAN PEMEGANG SAHAM SEBELUM DAN SESUDAH MASUK
PASAR MODAL
 (dalam persen)

	Nama Perusahaan	Sebelum Masuk		Sesudah Masuk	
		Asing	Indonesia	Asing	Indonesia
1	PT. Semen Cibinong	65.00	35.00	49.00	51.00
2	PT. Centek	90.00	10.00	67.90	32.10
3	PT. BAT. Indonesia	100	-	70.00	30.00
4	PT. Tificorp	100	-	82.30	17.70
5	PT. R.V.I	90.00	10.00	70.00	30.00
6	PT. Good Year	100	-	85.00	15.00
7	PT. Merc	100	-	70.00	30.00
8	PT. Multi Bintang	98.30	1.70	83.30	16.70
9	PT. Unilever	100	-	85.00	15.00
10	PT. BATA	100	-	85.00	15.00
11	PT. Unitex	98.60	10.40	69.60	30.40
12	PT. Bayer	90.00	10.00	60.00	40.00
13	PT. Sucaco	-	100	-	100.00
14	PT. Panin Bank	-	100	-	100.00
15	PT. Sari Husada	-	100	-	100.00
16	PT. Panin Putra	-	100	-	100.00
17	PT. Regnis Indonesia	100	-	70.00	30.00
18	PT. Squibb Indonesia	100	-	70.00	30.00
19	PT. Pan Union	-	100	-	100.00
20	PT. Prapatan Hotel	-	100	-	100.00
21	PT. Pfizer	100	-	80.00	20.00
22	PT. Delta Jakarta	65.00	35.00	50.00	50.00
23	PT. JKT.INT.HOTEL	63.62	36.38	21.60	78.40
24	PT. Prodentia	100	-	80.00	20.00

Sumber : Bapepam, yang sudah diolah.

Bantuan yang diberikan oleh Venture Capital adalah dana-dana berjangka menengah dan panjang. Berdasarkan pada lingkup bisnis Venture Capital, maka jelas akan dapat diperoleh dana-dana berjangka panjang, tetapi sebagai penyertaan dan masuk ke dalam manajemen perusahaan. Hal ini tidak diinginkan oleh manajemen perusahaan yang sudah ada

dan kalau perusahaan sudah berjalan, maka Venture Capital akan menarik dananya dengan menjual penyertaannya kepada perusahaan lain.

Dengan menjual sebagian saham perusahaan ke pasar modal, perusahaan akan dapat dana murah dan berjangka panjang. Perusahaan dapat menggunakan dana tersebut selamanya, tanpa mengganggu kepentingan yang sudah ada. Dengan demikian perusahaan dapat memilih pembiayaan yang paling murah di antara berbagai alternatif sumber dana pembelanjaan perusahaan.

Dalam usaha memberikan kesempatan yang luas kepada masyarakat untuk ikut memiliki saham perusahaan, maka didirikanlah perusahaan perseroan yang bertugas : melakukan pembelian saham-saham melalui pasar modal untuk kemudian dijual kepada masyarakat dalam bentuk pecahan-pecahan saham (sertifikat-sertifikat). Kepada Perusahaan Perseroan atau yang disebut PT. Danareksa diberikan prioritas untuk membeli saham yang ditawarkan oleh perusahaan-perusahaan dalam pasar modal sedikit-dikitnya sejumlah 50% di pasar perdana. Kemudian persero memecah saham dalam sertifikat saham dengan nilai nominal Rp 10.000,00 untuk dijual kepada masyarakat. Di sini persero mengutamakan penjualan sertifikat saham kepada golongan masyarakat yang kemampuannya terbatas, seperti Pegawai Negeri, Karyawan Perusahaan, Petani, Mahasiswa dan sebagainya.

Maksud dan tujuan PT. (Persero) Danareksa adalah:

1. Mempercepat proses pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan menuju pemerataan pendapatan, dengan jalan membeli saham perusahaan melalui pasar modal dan kemudian memecahnya dalam pecahan kecil (sertifikat saham) sehingga dapat terjangkau oleh masyarakat luas.
2. Meningkatkan partisipasi masyarakat dalam pengerahan dana dengan membeli efek perusahaan-perusahaan untuk diri sendiri dengan tujuan untuk mendapatkan keuntungan dan menjual sertifikat sendiri dengan maksud agar masyarakat luas pembeli sertifikat dapat menikmati keuntungan.

Fungsi PT. (Persero) Danareksa adalah:

1. Sebagai emiten sertifikat untuk saham dan obligasi yang dibelinya melalui pasar modal.
2. Sebagai perantara perdagangan efek dan pedagang efek serta anggota bursa efek.
3. Sebagai underwriter atau penjamin emisi efek.

Kalau dilihat dari Tabel : 4.2, maka dapat dikatakan bahwa peranan PT. (Persero) Danareksa di Pasar Modal semakin lama semakin menurun. Ini berarti aktivitas jual-beli saham yang dilakukan oleh PT. Danareksa semakin berkurang.

Aktivitas terendah pada tahun 1985, sewaktu PT. Danareksa hanya punya peranan sebesar 4,19% saja. Demikian

pula keadaannya kalau kita melihat Lampiran : 21 mengenai jumlah saham, yang tercatat di Pasar Modal dan yang dikuasai oleh PT. (Persero) Danareksa adalah sebagai berikut: PT. (Persero) Danareksa menguasai saham sebanyak 29.737.370 lembar dengan nilai sebesar Rp70.234.420.000,00. Ini berarti PT. (Persero) Danareksa menguasai rata-rata 50,77% jumlah saham yang beredar. Dari seluruh jumlah saham yang dikuasai oleh PT. (Persero) Danareksa sebanyak 14.326.905 lembar dijadikan sertifikat dan disimpan di Bank dalam usaha mengeluarkan sertifikat tersebut. Ini berarti saham tersebut menjadi idle (barang tidak bergerak), sehingga dapat mengakibatkan penurunan aktivitas PT (Persero) Danareksa oleh karenanya berkurang pula jumlah saham yang diperjual-belikan di Pasar Modal. Memang dilihat dari segi pemerataan pemilikan saham PT. (Persero) Danareksa cukup berhasil, karena sertifikat saham PT (Persero) Danareksa sudah menjadi milik Pegawai Negeri, ABRI, Mahasiswa, Karyawan dan lain-lainnya. Perkembangan jumlah perusahaan yang masuk dan peredaran saham di Pasar Modal Jakarta dapat dilihat pada Lampiran : 22. Dari Lampiran : 22 dapat dilihat bahwa jumlah perusahaan yang masuk ke Pasar Modal mulai dari permulaan pendiriannya kembali pada tahun 1977 hanya 1 perusahaan yaitu PT. Semen Cibinong dan baru bertambah lagi sebanyak 2 perusahaan pada tahun 1979.

TABEL: 4.2
 PERANAN PT. (PERSERO) DANAREKSA
 DIPASAR MODAL
 1977-1986
 (dalam persen)

TAHUN	Peranan PT. Persero DANA	Peranan anggota bursa
1977	81.70	18.30
1978	68.17	31.83
1979	42.48	57.48
1980	29.93	70.07
1981	22.57	77.43
1982	33.08	66.92
1983	26.82	73.18
1984	13.83	86.17
1985	4.19	95.81
1986	6.22	93.78

Sumber : Bapepam, yang sudah diolah.

Kemudian pada tahun 1980 bertambah lagi sebanyak 3 perusahaan, sehingga jumlahnya menjadi 8 perusahaan. Untuk tahun 1981 hanya dialami penambahan sebanyak 2 perusahaan dan pertambahan terbesar terjadi pada tahun 1982 yaitu sebanyak 6 perusahaan, sehingga jumlahnya menjadi 14 perusahaan. Pada tahun 1983 ada pertambahan sebanyak 5 perusahaan sehingga jumlahnya menjadi sebanyak 19 perusahaan. Akhirnya pertambahan untuk tahun 1984 berjumlah 5 perusahaan, sehingga jumlah perusahaan yang masuk pasar

modal Jakarta menjadi 24 buah. Ini pertambahan terakhir, karena setelah itu tidak pernah ada lagi perusahaan yang masuk pasar modal, hingga tahun 1987. Walaupun demikian studi terus dilakukan sampai dengan tahun 1990.

Dilihat dari Sensus Ekonomi 1986 yang dilakukan oleh Biro Pusat Statistik, maka dapat diketahui jumlah industri besar di Indonesia yang terdiri dari:

Makanan & minuman	661 buah
Textil & pakaian jadi	647 buah
Kayu & barang-barang dari kayu	345 buah
Kertas & barang dari kertas	134 buah
Kimia	518 buah
Galian	127 buah
Logam	24 buah
Barang dari logam	412 buah
Lain - Lain	26 buah
	<hr/>
T O T A L	2.894 buah

Kalau dilihat dari jumlah industri besar di atas, maka amatlah kecil perhatian para pemilik industri besar tersebut untuk masuk ke pasar modal sampai dengan tahun 1987. Tetapi dengan adanya deregulasi Pasar Modal pada tahun 1988 maka mulai terjadi gairah pemilik perusahaan untuk masuk ke Pasar Modal sehingga pada tahun 1990 perusahaan yang masuk mencapai 119.

Dari gambaran perkembangan perusahaan yang masuk ke pasar modal di atas dapat ditarik beberapa hal yaitu :

1. Sedikitnya perusahaan yang masuk pasar modal menunjukkan bahwa pemilik perusahaan masih belum bersedia melepaskan pembagian pemilikannya kepada masyarakat. Perusahaan-perusahaan tersebut sebagian besar adalah perusahaan keluarga yang sulit menerima orang luar.
2. Persyaratan untuk masuk pasar modal sesuai dengan SK Menteri Keuangan No : KEP. 1672/MK/IV/1976, BAB II Pasal 2 (2) masih dianggap terlalu berat karena harus memenuhi persyaratan sebagai berikut :
 - a. Badan Hukum berbentuk perseroan Terbatas
 - b. Bertempat kedudukan di Indonesia.
 - c. Mempunyai modal dasar sekurang-kurangnya Rp100.000.000,00 dan telah disetor penuh sekurang-kurangnya sebesar Rp 25.000.000,00.
 - d. Dalam 2 tahun buku terakhir secara berturut-turut memperoleh laba dengan ketentuan perbandingan antara laba bersih tahun terakhir dan modal sendiri sekurang-kurangnya 10%.
 - e. Laporan keuangan telah diperiksa oleh akuntan publik untuk 2 tahun buku terakhir secara berturut-turut dengan persyaratan pendapat setuju (unqualified opinion) untuk tahun terakhir.

3. Sebagian besar perusahaan masih mempunyai sifat tertutup sehingga sulit untuk membuka diri, apalagi membuka keadaan perusahaan (khususnya dalam bidang keuangan). Keterbukaan dalam laporan-laporan masih dianggap sebagai suatu yang sangat rahasia.
4. Kurangnya pengertian masyarakat pengusaha akan arti tujuan pasar modal sehingga masih menunggu keadaan yang baik dan dengan demikian masih diperlukan pioner-pioner yang dapat memberikan gambaran tentang arti dan tujuan pasar modal.
5. Manfaat yang diterima oleh perusahaan dengan masuk pasar modal masih belum dianggap memadai, walaupun sudah diberikan keringanan-keringanan antara lain : kesempatan untuk mengadakan penilaian kembali aktiva tetapnya (sesuai dengan SK Menteri Keuangan No : KEP. 1677/MK/II/12/1976), pembebasan pengenaan pajak perseroan atas adanya selisih antara nilai buku dan nilai wajar sebagai akibat penilaian kembali aktiva tetap perusahaan, keringanan perpajakan dan lain-lainnya.
6. Biaya emisi saham masih dianggap terlalu tinggi oleh para pemilik perusahaan. Untuk dapat meningkatkan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal harus dilakukan beberapa langkah, antara lain sebagai berikut:

- a. Membentuk Over the counter market (OTC), sehingga bagi perusahaan-perusahaan yang belum memenuhi persyaratan dapat ditampung dan masuk dalam Over the counter market (OTC).
- b. Menyebar luaskan secara intensif, pentingnya pasar modal bagi perusahaan untuk dapat memperoleh dana jangka panjang yang murah dalam membelanjai pengembangan dan investasi baru.
- c. Meningkatkan peranan underwriter dalam mendorong perusahaan masuk pasar modal, dengan jalan membantu mempersiapkan perusahaan sehingga cukup sehat untuk masuk pasar modal. Bagi perusahaan yang masih belum memenuhi syarat, sebaiknya underwriter membantu dengan masuk dulu ke Over the counter market.

Setelah melihat perkembangan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal, maka dirasa perlu untuk mengetahui perkembangan saham yang dijual dan nilai perdanannya. Dalam Lampiran : 22 dapat dilihat besarnya jumlah saham yang dijual dari tahun ke tahun. Pada tahun 1977, hanya terdapat 1 perusahaan yang masuk pasar modal dengan jumlah saham yang dijual sebanyak 260.260 lembar dan nilai perdana sebesar Rp 2.602.6,00 juta. Dari 260.260 lembar yang diperdagangkan, maka volume perdagangannya hanya sebanyak 14.547 lembar dengan nilai Rp 153.1,00 juta.

Selanjutnya pada tahun 1978 terdapat tambahan jumlah saham yang dijual sebanyak 70.000 lembar sehingga jumlah yang dijual menjadi 330.260 lembar dengan nilai perdana sebesar Rp 3.302.6,00 juta. Dari 330.260 lembar saham yang dijual tersebut, hanya 180.260 lembar saham yang diperdagangkan dengan volume perdagangan sebanyak 19.541 lembar dengan nilai Rp 218.5,00 juta. Pada tahun 1979 terdapat tambahan 2 perusahaan yang masuk pasar modal sehingga jumlahnya menjadi 3 perusahaan dengan jumlah saham yang dijual menjadi 7.058.116 lembar dan nilai perdanannya sebesar Rp 20.559.2,00 juta. Dari 7.058.116 lembar saham yang dijual tersebut, hanya 5.883.116 lembar saham yang diperdagangkan dengan volume perdagangan mencapai 119.310 lembar saham dan nilainya sebesar Rp 1.333.5,00 juta. Dari gambaran pada tiga tahun berturut-turut dapat dilihat bahwa volume perdagangan saham amat lemah dan khususnya pada tahun 1979 dengan tambahan jumlah saham yang dijual sebanyak 6.728.856 lembar, tetapi volume perdagangannya hanya berjumlah 119.310 lembar. Ini menunjukkan lemahnya transaksi jual-beli saham di pasar sekunder.

Demikian pula halnya pada tahun 1980, dengan jumlah saham yang dijual sebanyak 14.588.116 lembar dipasar perdana mempunyai nilai sebesar Rp 37.061,70 juta. Dari 14.588.116 lembar saham yang dijual tersebut hanya 12.413.166 lembar yang diperdagangkan dengan volume perdagangan sebanyak 1.656.980 lembar dan nilainya sebesar

Rp. 5.733,80 juta. Ini berarti ada peningkatan volume perdagangan baik dalam jumlah saham dan nilai secara cukup berarti. Gambaran pada tahun 1981 menunjukkan keadaan adanya penambahan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal sebanyak 2 perusahaan dengan jumlah saham yang dijual menjadi sebanyak 19.788.128 lembar saham dan nilai perdannya sebesar Rp 45.780,10 juta. Dari jumlah sebanyak 19.788.128 lembar saham tersebut, hanya 13.276.128 lembar saham yang diperdagangkan dengan volume perdagangan sebanyak 2.889.547 lembar dan nilainya sebesar Rp 7.650,20 juta. Selanjutnya pada tahun 1982 terdapat penambahan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal sebanyak 6 perusahaan sehingga jumlah perusahaan yang masuk pasar modal menjadi 14 perusahaan, dengan jumlah saham yang dijual menjadi berjumlah 39.948.208 lembar saham dan nilai perdannya mencapai sebesar Rp 95.402,60 juta. Dari 39.948.208 lembar saham yang dijual tersebut hanya 21.634.508 lembar saja yang diperdagangkan dengan volume perdagangan sebanyak 5.014.806 lembar dan nilainya sebesar Rp 12.624,80 juta. Pada tahun 1982 inilah terjadi volume perdagangan yang tertinggi dan kemudian diikuti adanya penurunan volume perdagangan pada tahun-tahun sesudahnya. Untuk tahun 1983, terdapat sebanyak 19 perusahaan yang masuk pasar modal dengan jumlah saham yang dijual sebanyak 48.005.208 lembar saham dan nilai perdannya berjumlah sebesar Rp 117.205,10 juta. Dari 48.005.208 lembar saham

tesebut, yang diperdagangkan hanyalah 38.527.308 lembar saham dengan volume perdagangan sebanyak 3.507.748 lembar saham dan nilainya berjumlah Rp 10.104,40 juta. Dilihat dari volume perdagangan, maka terdapat penurunan sebanyak 1.507.058 lembar saham kalau dibandingkan dengan volume perdagangan pada tahun 1982. Penurunan volume pedangan terus terjadi dan ini berarti kegiatan pasar sekunder semakin melemah. Pertambahan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal sebanyak 5 perusahaan pada tahun 1984, mengakibatkan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal menjadi 24 perusahaan dengan jumlah saham yang dijual menjadi sebanyak 57.650.184 lembar saham. Total nilai perdana juga meningkat menjadi Rp 66.485,90 juta. Dari sebanyak 57.650.184 lembar saham yang dijual, hanya 39.146.484 lembar saham yang dapat diperdagangkan dengan volume perdagangan hanya mencapai 1.208.943 lembar dan nilainya sebesar Rp 2.115,40 juta. Volume perdagangan yang dicapai pada tahun 1984 mengalami penurunan sebanyak 2.298.805 lembar kalau dibandingkan dengan volume perdagangan pada tahun 1983. Ini adalah merupakan penurunan yang tertinggi selama adanya pasar modal sejak tahun 1977. Penyebabnya adalah karena terjadi pengaturan atas fluktuasi harga saham oleh sekretaris Bapepam tertanggal 16 Agustus 1984 dengan nomor : SE-15/PM/I/1984 yang isinya antara lain sebagai berikut :

Fluktuasi harga untuk setiap hari bursa dibatasi setinggi-tingginya 4 % keatas dan kebawah, dihitung dari "harga pembukaan" yang ditetapkan sebelum perdagangan dimulai. Harga pembukaan perdagangan, ditetapkan sebagai berikut :

- a. Apabila pada hari bursa tertentu terjadi transaksi untuk saham yang bersangkutan maka kurs terakhir yang terjadi pada hari bursa tersebut merupakan harga pembukaan pada hari bursa berikutnya.
- b. Apabila pada hari bursa tertentu tidak terjadi transaksi, tetapi masih terdapat advis beli dan advis jual pada harga diantara harga-harga batas atau sama sekali tidak terdapat advis beli ataupun jual, maka harga pembukaan pada hari bursa berikutnya adalah kurs terakhir yang terjadi untuk saham yang bersangkutan.
- c. Apabila selama dua hari berturut-berturut tidak terjadi transaksi dan hanya tercatat advis tunggal pada harga batas, maka advis jual atau beli tersebut, ditetapkan sebagai harga pembukaan pada hari bursa yang ketiga.⁶⁰

Di samping itu sebagian besar saham yang dijual berada ditangan Institusional Investor seperti halnya, Dana Pensiun, Assuransi, Yayasan dan lain-lainnya, tujuan mereka membeli saham adalah untuk memperoleh dividen. Hal ini mengakibatkan berkurangnya penawaran saham di pasar modal. Akhirnya peranan PT Dana Reksa terlihat cukup besar dan ini tercermin dari penguasaan saham yang dijual di Pasar Modal rata-rata sebesar 50,7 % dari seluruh saham yang diperdagangkan. Ini dapat mengakibatkan lesunya perdagangan saham di pasar sekunder kalau PT Dana Reksa tidak aktif melakukan jual-beli saham di Pasar Modal.

Walaupun pada tahun 1985 terjadi peningkatan volume perdagangan dari 1.208. 943 lembar pada tahun 1984 menjadi

60. Bapepam, Petunjuk Pelaksanaan Perdagangan Efek di Bursa, Jakarta, 1984, hal : 3.

1.866,601 lembar pada tahun 1985, namun perdagangan saham dipasar sekunder masih tetap dalam keadaan lesu. Penyebab lainnya adalah adanya diskriminasi pengenaan pajak antara dividen yang diperoleh dengan simpanan deposito berjangka, dalam hal ini dividen dikenakan pajak sedangkan deposito berjangka bebas pajak serta tidak diadakan pengusutan atas asal dana yang disimpan dalam bentuk deposito. Penyebab terakhir dari lesunya perdagangan saham di pasar sekunder adalah adanya larangan investor asing untuk melakukan kegiatan jual-beli saham di pasar sekunder. Ini berarti para Investor menjadi terbatas, sehingga demand menjadi kecil.

4.2.2 Perkembangan Pasar Modal di Malaysia.

Pasar Modal di Malaysia pertama kalinya didirikan oleh Singapura Stock Broker's Association pada tahun 1930. Nama "Association" pertama kalinya adalah Malaya Sharebroker's Association yang terus bekerja hingga pecah perang Dunia II. Setelah berakhirnya perang Dunia II, Pada tahun 1946, Association dibangun kembali untuk bekerja.

Pada tahun 1960, The Malayan Stock Exchange, memperkenalkan apa yang disebut dengan sentralisasi perdagangan. Hal ini mendekatkan bekerjanya transaksi perdagangan yang terjadi di Kuala Lumpur dan Singapura melalui hubungan telepon langsung atau open cry-system.

Untuk tahun 1962, terdapat 20 perusahaan Stockbroking di kedua negara tersebut, diantaranya 10 di Singapura dan 5 di Kuala Lumpur, 3 di Penang dan 2 di Ipoh. Pada tahun 1965 di Kuala Lumpur ada 133 Stockbroker dan kemudian pada tahun 1967 The Stock Exchange of Malaysia dan Singapura menempati gedung di Bangkok Bank. Keadaan yang amat menggembirakan terjadi sekitar tahun 1972/1973 sewaktu keadaan boom untuk pertama kalinya dialami dengan meningkatnya index untuk industri sampai dengan 625,25. Kemudian The Stock Exchange pindah ke Damansara Centre dan ini merupakan tahap permulaan pisahnya dengan Singapura Stock Exchange.

Pelaksanaan The Securities Industry Act 1973, mengakibatkan perubahan nama menjadi The Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE). Dewasa ini perusahaan yang masuk Kuala Lumpur Stock Exchange adalah 287 buah dengan market capitalization sebesar M\$254.964.538.000,00 (Mei 1986).

Perkembangan market capitalization saham yang dijual di Kuala Lumpur Stock Exchange, dapat dilihat dalam Lampiran : 23. Di sini terlihat bahwa market capitalization mulai dari tahun 1977 sampai dengan 1984 terus mengalami peningkatan dan baru pada tahun 1985 mengalami sedikit penurunan. Peningkatan yang terbesar terlihat pada tahun 1981 yaitu dari M.\$368.895.212.000,00 pada tahun 1980 menjadi M.\$645.224.223.000,00 yang merupakan kenaikan sebesar M.\$276.329.011.000,00 atau sebesar 74,91% . Sesudah itu peningkatan terbesar kedua terjadi pada tahun 1983

yaitu dari sebesar M.\$603.721.369.000,00 pada tahun 1982 menjadi M.\$ 855.518.240.000,00 pada tahun 1983 yang berarti terjadi kenaikan sebesar M.\$251.796.871.000,00 atau sebesar 41,71%.

Perkembangan perusahaan yang masuk Pasar Modal di Kuala Lumpur adalah sebagai berikut:

Tahun 1984	=	274 perusahaan.
Tahun 1985	=	284 perusahaan.
Tahun 1986 (mei)	=	287 perusahaan.

Dari jumlah perusahaan yang masuk pasar modal tersebut terdapat pula perusahaan Singapura dan Inggris. Khususnya perusahaan Inggris, jumlahnya sangat sedikit. Di Kuala Lumpur Stock Exchange dikenal juga dengan apa disebut Unit Trust tetapi dengan nama "Kumpulan Modal Bumi Putra" yang bertujuan:

1. Memberikan peluang (kesempatan) kepada rakyat bumi putra, agar dapat menikmati keuntungan dividen dan capital-gain.
2. Menghimpun dana bumi putra untuk dibelikan saham-saham yang berkualitas dan menguntungkan serta memiliki masa depan yang baik dan cerah.
3. Mengumumkan saham-saham yang dibeli dalam suatu ikhtisar yang perlu diketahui oleh pemodal bumi putra.

Unit Trust di Malaysia adalah suatu badan yang didirikan oleh Pemerintah dan pengurusnya ditunjuk atas persetujuan Kementerian Perdagangan dan Perusahaan serta Kementerian Keadilan. Cara ini dianggap memiliki manfaat dan keuntungan kepada para pemodal atau investor. Menurut sejarahnya, modal yang dihimpun tersebut dikelola oleh tenaga-tenaga ahli yang dipercaya di bidang pasar modal, sehingga penanaman modal masyarakat benar-benar dikelola secara profesional dan memberikan keuntungan wajar. Dengan adanya Unit Trust, maka masyarakat pemodal kecil dapat memanfaatkan dananya, karena sertifikat dipecah dalam unit-unit yang kecil.

Dengan sistim Unit Trust ini, pemilik modal kecil atau besar yang tidak paham menilai saham atau efek lainnya, akan dapat melaksanakan keinginannya menumpuk modal yang memberikan keuntungan tanpa harus lebih dulu memahami masalah saham. Kepada pemodal bumi putra diberikan beberapa perlindungan berupa:

1. Keselamatan modalnya
2. Keuntungan yang seimbang dengan jumlah modal masing-masing
3. Penjualan kembali unit yang dimilikinya sewaktu-waktu
4. Penanaman kembali keuntungan yang telah menjadi hak pemodal untuk pengembangan unit trust tersebut.

Di Malaysia telah ada undang-undang syarikat (Companies Act) pada tahun 1965, untuk melindungi para pemilik modal. Sejalan dengan perkembangan Unit Trust maka didirikan Unit Trust kedua bagi para pemodal bumi putra pada tahun 1969. Unit Trust kedua ini dirancang untuk penyaluran dana yang akan ditanamkan pada saham-saham perusahaan perintis. Gambaran tentang turnover saham di Kuala Lumpur Stock Exchange dapat dilihat pada Lampiran : 24. Secara keseluruhan, turnover saham perusahaan mengalami pasang-surut. Mulai dari tahun 1976 sampai dengan 1978 turnover perusahaan terus mengalami peningkatan.

Pada tahun 1978 turnover sebanyak : 1.107.273.000 lembar, ini berarti terjadi peningkatan sebanyak 509.285.000 lembar saham dibandingkan dengan tahun 1977 yang hanya sebanyak 597.988 lembar atau terjadi kenaikan sebesar 85,17% .

Kemudian pada tahun 1979 turnover saham mengalami penurunan menjadi hanya sebanyak 637.845.000 lembar. Tetapi pada tahun 1980 meningkat lagi menjadi sebanyak 1.467.461.000 lembar atau terjadi kenaikan sebanyak 829.616.000 lembar atau terjadi kenaikan sebesar 130,06%. Terjadi kenaikan yang sangat besar pada tahun 1983 yaitu sebanyak 1.262.043.000 lembar atau sebesar 116,56% .

Kalau dilihat dari kenaikannya dalam persentase, tahun 1980 merupakan yang terbesar, tetapi kalau dilihat kenaikan dalam jumlah saham, tahun 1983 adalah yang terbesar. Di samping kita lihat turnover dalam saham, dapat pula kita lihat turnover dalam nilainya ini terlihat dalam Lampiran : 25. Dari Lampiran : 25 nilai turnover saham di Kuala Lumpur Stock Exchange terus mengalami peningkatan yaitu dari tahun 1977 sebesar M.\$1.047.507.000,00 menjadi M.\$2.539.017.000,00 pada tahun 1978. Ini berarti terjadi kenaikan sebesar : M.\$1.491.510.000,00 atau sebesar 142,39% .

Kemudian pada tahun 1979 turun menjadi: M.\$1.641.244.000,00. Setelah itu nilai turnover saham naik lagi menjadi sebesar M.\$5.546.875.000,00 pada tahun 1980, dan ini menunjukkan adanya peningkatan sebesar M.\$3.905.631.000,00 atau sebesar 237,97%, ini merupakan peningkatan terbesar dalam persentase selama 10 tahun terakhir. Pada tahun 1982 turnover saham mengalami penurunan lagi menjadi M.\$3.338.638.000,00 dan kemudian meningkat lagi menjadi M.\$8.119.775.000,00 pada tahun 1983. Ini merupakan peningkatan dalam nilai yang terbesar yaitu sebesar M.\$4.853.776.000,00 atau naik sebesar 145,38%. Keadaan seterusnya berfluktuasi sampai dengan saat ini. Demikian gambaran nilai turnover saham di Kuala Lumpur Stock Exchange sampai dengan bulan Mei 1986.

4.2.3 Perkembangan Pasar Modal di Singapura.

Sejak Raffles mendirikan Singapura pada tahun 1819 sebagai tempat berdagang East India Company, ia sudah memperkirakan bahwa Singapura akan menjadi pusat perdagangan yang ramai. Perdagangan yang ramai ini menumbuhkan berbagai sarana, dan orang-orang ahli perantara seperti makelar komoditi, makelar efek dan komisioner.

Singapura dulunya jajahan Inggris, maka perkembangannya juga mengikuti pola negara yang menjajah. Perkembangan yang cepat dalam bidang ekonomi dan perdagangan di Singapura, menumbuhkan badan usaha berbentuk perseroan sesuai dengan perundang-undangan yang berlaku di Inggris.

Walaupun belum teratur dan masih dalam jumlah kecil, jual beli saham sudah terjadi menjelang berakhirnya abad ke-19. Kemudian dengan melonjaknya kebutuhan akan karet (rubber boom) sekitar 1910, maka perdagangan saham mulai aktif. Sekitar tahun 1930, 15 perusahaan menyatakan dirinya untuk membentuk perserikatan diberi nama : "The Singapore Stockbrokers Association" dan mengadakan transaksi secara teratur atas kehendak masyarakat pada waktu itu. Setelah berjalan selama 8 tahun, maka namanya berganti menjadi Malayan Stockbrokers Association. Setelah itu timbul perang dengan Jepang dan Singapura kemudian berada di bawah kekuasaan Jepang.

Pada waktu pendudukan Jepang, perdagangan saham terhenti sama sekali dan baru mulai aktif lagi sekitar tahun 1960. Setelah perang, tepatnya sekitar tahun 1960, maka 10 perusahaan di Singapura dan 7 perusahaan di Malaysia mengaktifkan kembali Malayan Stock Exchange untuk menyediakan fasilitas kepada masyarakat agar dapat melakukan perdagangan saham berdasarkan harga yang terdapat pada papan di Trading-room.

Dua Trading-room telah dibangun yang satu di Singapura dan lainnya di Kuala Lumpur dan pada tahun 1962 keduanya dihubungkan dengan telepon. Ketika Singapura bergabung dengan Malaysia pada tahun 1963 maka Stock Exchange telah diubah namanya menjadi The Stock Exchange of Malaysia, kemudian menjadi The Stock Exchange of Malaysia and Singapore setelah Singapura memisahkan diri dari Federasi.

Perkembangan politik berikutnya yang diikuti dengan tindakan dibidang ekonomi dan keuangan menyebutkan, bahwa setiap negara dapat menyelenggarakan bursa efek masing-masing dan terpisah satu sama lain. Sekitar bulan Mei 1973, The Stock Exchange of Singapore Ltd. dibuka secara resmi oleh Menteri Keuangan Singapura dan pada tanggal 4 Juni 1973 The Stock Exchange of Singapore Ltd. mulai melaksanakan fungsinya. Pada tahun 1973 The Stock Exchange of Singapore Ltd (SES) mempunyai 19 anggota perusahaan dan 77 anggota pedagang perantara. SES merupakan badan yang

berdiri sendiri dalam mengatur segala persoalan di bidang investasi surat-surat berharga.

Bursa efek ini berjalan, berkembang dengan pesat dan baik, berkat politik kebijaksanaan yang dilakukan oleh pengurusnya. Mengingat perkembangannya yang pesat, maka sudah tidak dimungkinkan lagi untuk mengadakan transaksi di Trading-room yang ada karena pada tahun 1976 The Stock Exchange of Singapore pindah ke Hong Leong Building. Untuk dapat melihat perkembangan kegiatan The Stock Exchange of Singapore (SES) maka hal ini dapat dilihat dalam Tabel :4.3.

TABEL : 4.3
DISTRIBUSI MARKET CAPITALIZATION ATAS SAHAM
DAN OBLIGASI DI SINGAPORE STOCK MARKET
1982 - 1985
(dalam ribuan \$)

Keterangan/Tahun	1982	1983	1984	1985
Ordinary	65.859.081	91.446.072	79.331.601	215.422.579
Preference	13.197	13.088	13.051	70.618.894
Obligasi/Debenture	10.055.020	12.809.024	182.750.813	14.043
T o t a l	75.297.298	104.268.184	262.094.465	257.838.632

Sumber : The Stock Exchange Of Singapore, yang sudah diolah.

Kalau pada tahun 1973 market capitalization yang pernah dicapai adalah sebesar \$13.400.000.000,00 maka pada tahun 1981 telah meningkat menjadi sebesar \$79.300.000.000,00. Ini menunjukkan adanya peningkatan sebesar: \$65.900.000.000,00 dalam 8 tahun atau rata-rata sebesar \$8.250.000.000,00 setiap tahunnya. Kemudian untuk tahun 1982 menjadi sebesar \$75.927.298.000,00 atau terjadi penurunan sebanyak \$4.472.702.000,00. Gambaran pada tahun 1983 menunjukkan keadaan market capitalization menjadi sebesar : \$104.268.184.000,00 dan menunjukkan adanya peningkatan sebesar \$28.330.886.000,00. Untuk tahun 1984, market capitalization yang dicapai sebesar \$262.094.465.000,00 berarti ada peningkatan sebesar \$157.826.281.000,00. Peningkatan ini merupakan yang terbesar dicapai selama 5 tahun terakhir. Akhirnya, pada tahun 1985 kita dapat melihat bahwa market capitalization sebesar \$257.838.632.000,00 yang berarti ada penurunan sebesar \$4.255.833.000,00 dari tahun sebelumnya.

Di sisi lain, kita lihat gambaran turnover atas saham di Stock Exchange of Singapore sebesar \$1.100.000,00 pada tahun 1974 dan kemudian menjadi sebesar \$13.500.000.000,00 dalam tahun 1981. Hal ini menunjukkan adanya peningkatan turnover sebesar \$13.498.900.000,00 selama 7 tahun atau peningkatan turnover rata-rata sebanyak \$1.928.700.000,00 setiap tahunnya. Untuk tahun 1982

turnover menjadi sebesar \$5.176.693.000,00 sehingga menunjukkan penurunan sebesar \$8.323.307.000,00. Perkembangan pada tahun 1983 menunjukkan turnover sebesar \$11.807.137.000,00 yang berarti adanya peningkatan sebesar \$6.620.444.000,00. Selanjutnya perkembangan turnover terus menerus turun dari tahun ke tahun yaitu sebesar \$8.211.153.000,00 pada tahun 1984 dan sebesar \$6.319.262.000,00 pada tahun 1985.

Melihat perkembangan jumlah perusahaan yang masuk The Stock Exchange of Singapore sesuai dengan Tabel : 4.4, maka dapat dikatakan, bahwa pada tahun 1982 jumlah perusahaan yang masuk The Stock Exchange of Singapore berjumlah 288 perusahaan dengan perincian: 168 perusahaan termasuk kelompok Industri dan Commercial, 26 perusahaan termasuk kelompok Finance, 20 perusahaan termasuk kelompok Hotel, 17 perusahaan termasuk kelompok Property, 24 perusahaan termasuk kelompok Mining dan akhirnya 33 perusahaan termasuk kelompok Plantation.

TABEL : 4.4
PERKEMBANGAN JUMLAH PERUSAHAAN YANG MASUK
THE STOCK EXCHANGE OF SINGAPORE

Keterangan/Tahun	1982	1983	1984	1985
Industri & Commercial	168	177	182	188
Finance	26	30	31	31
H o t e l	20	20	20	20
Praperty	17	19	20	22
Mining	24	22	21	19
Plantation	33	33	34	36
T o t a l	288	301	308	316

Sumber : The Stock Exchange Of Singapore, yang sudah diolah.

Pada tahun 1983 jumlah perusahaan yang masuk menjadi 301 buah yang berarti adanya pertambahan sebesar 13 perusahaan, diakibatkan oleh adanya pertambahan dalam kelompok Industry & Commercial sebanyak 9 perusahaan, 4 perusahaan akibat pertambahan kelompok Finance, pertambahan dari kelompok Property sebanyak 2 perusahaan dan pengurangan kelompok Mining sebanyak 2 perusahaan.

Untuk tahun 1984, jumlah perusahaan yang masuk sebanyak 308 perusahaan dan ada pertambahan sebanyak 7 perusahaan. Pertambahan ini disebabkan oleh pertambahan dalam kelompok Industry dan Commercial sebanyak 5 perusahaan, masing-masing 1 buah kelompok Finance, Property

dan Plantation. Sedangkan untuk kelompok Mining ada penurunan sebanyak 1 perusahaan. Akhirnya untuk tahun 1985, jumlah perusahaan yang masuk menjadi 316 perusahaan, ini mencerminkan adanya penambahan sebanyak 8 perusahaan. Peningkatan ini disebabkan karena adanya penambahan sebanyak 6 perusahaan kelompok Industri dan Commercial, masing-masing 2 perusahaan dari kelompok Property dan Plantation. Sedangkan untuk kelompok Mining terdapat pengurangan sebanyak 2 perusahaan.

4.2.4 Perkembangan Pasar Modal Di Thailand.

Thailand merupakan negara agraris baik masa lampau maupun pada saat sekarang. Proses industrialisasi yang selama beberapa dekade dilaksanakan, membawa negara ini untuk mengadakan diversifikasi dalam ekonominya. Proses industrialisasi telah dimulai sejak permulaan tahun 1950 dan telah dilaksanakan secara intensif dalam beberapa National Economic Development Plans. National Economic Development Plan yang pertama dilaksanakan pada tahun 1961-1966 dan kemudian diikuti dengan National Economic Development Plan yang kedua yaitu tahun 1967-1971 dan seterusnya. Hasil National Economic Development Plan tersebut adalah adanya perkembangan industri Negara Thailand yang terus menerus. Akibat perkembangan industri

tersebut adalah adanya tekanan akan perkembangan pasar modal untuk dapat membantu proses pembelanjaan industri yang sedang berkembang tersebut. Pasar modal di Thailand dimulai sejak tahun 1962 atau tepatnya pada bulan Juli 1962. Pasar modal ini didirikan atas prakarsa para pengusaha dengan nama "Bangkok Stock Exchange. Ltd". Transaksi jual beli di Bangkok Stock Exchange (BSE) kurang aktif. Turnover yang tertinggi terjadi pada tahun 1968 dan 1969 dengan jumlah 160,00 dan 114,00 juta baht, dan setelah itu menurun dengan cepat yaitu dengan turnover sebesar 46 dan 28,00 juta baht pada tahun 1970 dan 1971. Ada beberapa sebab yang menyebabkan lemahnya aktivitas pasar modal di Thailand pada saat itu, antara lain: kurangnya pengetahuan dalam jual-beli saham sebagian masyarakat dan kurangnya perhatian pemerintah yang merupakan alasan yang utama.

Dalam tahun 1974, The Bangkok Stock Exchange Co, Ltd. dirubah namanya menjadi " Securities Exchange of Thailand (SET)" dan mulai beroperasi lagi pada 30 April 1975. Jumlah perusahaan yang masuk hanya 21 buah dan ini berarti kegagalan pasar modal untuk menarik partisipasi masyarakat untuk aktif. Hal ini disebabkan adanya perubahan dalam ekonomi Indochina umumnya dan Thailand khususnya, pada saat itu mengalami defisit dalam Balance of Trade dan adanya inflasi yang terus meningkat. Di Securities Exchange Of Thailand terdapat pengaturan harga saham sesuai dengan Regulation No. 8 tertanggal 26 Januari 1981 yang berbunyi

sebagai berikut : "The buying or selling price of security transacted each day by members must not be more or less than 10% of the last buying or selling price on the previous day".⁶¹

Pada bulan Maret 1976, harga index SET hanya 76,44 dibandingkan dengan 30 April yang indexnya sebesar 100. Setelah adanya perubahan pemerintahan pada tahun 1977 maka mulai kelihatan ada stabilitas politik yang semakin mantap, kemudian menyebabkan adanya penurunan dalam tingkat bunga yang menyebabkan adanya peningkatan perusahaan masuk ke Pasar Modal. Keadaan ini dapat dilihat dengan meningkatnya transaksi jual-beli rata-rata saham yang masuk Pasar Modal dari 4,01 juta baht menjadi 106,00 juta baht. Demikian pula jumlah perusahaan yang masuk pasar modal meningkat seperti apa yang terlihat dalam Lampiran : 26.

Dari 21 perusahaan yang masuk pada tahun 1975, kemudian menjadi 25 buah pada tahun 1976. Hal ini berarti ada penambahan sebanyak 4 perusahaan. Sedangkan pada tahun 1977 ada penambahan sebanyak 14 perusahaan dan penambahan paling tinggi terjadi pada tahun 1978 yaitu sebanyak 22 perusahaan. Selanjutnya penambahan jumlah perusahaan yang masuk pasar modal semakin menurun yaitu 8 perusahaan pada tahun 1979, 8 perusahaan pada tahun 1980,

61. The Securities Exchange Of Thailand, Regulation & Governing The Securities Exchange Of Thailand, Bangkok, 1981, hal : 4.61.

kemudian 3 perusahaan pada tahun 1981. Sedangkan pada tahun 1982 hanya 1 perusahaan yang masuk dan meningkat lagi menjadi 7 perusahaan di tahun 1983 serta 8 perusahaan pada tahun 1984. Sampai pada pertengahan tahun 1985 baru 1 perusahaan yang masuk. Mobilisasi dana yang terbanyak dicapai pada tahun 1984 yaitu sebesar 6.499,95 juta baht dan sesudahnya, pada tahun 1978 sebesar: 3.997,80 juta baht. Sedangkan mobilisasi dana yang paling rendah dicapai pada tahun 1975 yaitu hanya sebesar 107,75 juta baht.

Setelah kita ketahui jumlah perusahaan yang masuk pasar modal dan besarnya mobilisasi dana, maka kita dapat melihat volume dan nilai transaksi serta average turnover saham di pasar modal Thailand. Volume transaksi yang tertinggi dicapai pada tahun 1978 sebesar 178.928.688 lembar saham dengan nilai transaksi sebesar 57.065.750.000,00 baht. Ini merupakan prestasi tertinggi yang pernah dicapai sampai dengan pertengahan tahun 1985. Tetapi pada tahun 1979 terjadi penurunan yang amat pesat dengan volume transaksi hanya sebanyak 97.277.223 lembar saham dengan nilai transaksi sebesar 22.450.550.000,00 baht. Setelah itu keadaannya terus menurun. Pada tahun 1982 baru terjadi peningkatan volume transaksi maupun nilai transaksi. Akhirnya terus dialami peningkatan aktivitas sehingga volume dan nilai transaksi terus mengalami peningkatan.

B A B V

DISKRIPSI HASIL PENELITIAN

5.1 Kebijakan Investasi Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean.

Kebijakan Investasi merupakan salah satu fungsi manajemen pembelanjaan disamping kebijakan yang lainnya. Dalam uraian mendatang yang akan dibahas, bukan perkembangan besarnya investasi yang dilakukan oleh perusahaan, tetapi perkembangan hasil yang diperoleh dari adanya investasi dan hal ini dapat diukur dengan tingkat profitabilitas yang diperoleh dan yang akan diperoleh oleh perusahaan. Tingkat profitabilitas yang dimaksud di sini adalah perbandingan antara Net Profit after Tax dengan Total Asset perusahaan atau disebut sebagai Return On Investment (ROI) dan perbandingan antara Net Profit After Tax dengan Total Equity perusahaan atau disebut sebagai Return On Equity (ROE). Kedua ukuran profitabilitas di atas dimaksudkan untuk dapat mengadakan perbandingan antara return yang diharapkan akan diberikan perusahaan kepada pemegang saham dengan menahan sebagian laba perusahaan untuk kepentingan investasi demi usaha pengembangan perusahaan dengan apa yang dapat dilakukan oleh para

pemegang saham apabila laba perusahaan dibagikan dalam bentuk dividen-kas dan kemudian diinvestasikan dalam bentuk deposito selama satu tahun. Apabila Return On Investment (ROI) dan Return On Equity (ROE) lebih besar dari besarnya suku bunga deposito selama satu tahun, maka para pemegang saham akan rela, bahwa laba perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk diinvestasikan kembali oleh manajemen. Ini berarti perusahaan bekerja lebih baik daripada apa yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham. Demikian pula kalau keadaan sebaliknya terjadi, yaitu Return On Investment (ROI) dan Return On Equity (ROE) lebih kecil dari besarnya suku bunga deposito selama 1 tahun, maka para pemegang saham akan meminta agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja kepada para pemegang saham.

Gambaran besarnya Return On Investment (ROI) dan Return On Equity (ROE) perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean dapat dilihat dalam Lampiran : 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33 dan 34 serta perkembangan besarnya tingkat suku bunga deposito selama 1 tahun dan tingkat inflasi dapat dilihat dalam Lampiran : 35 dan 36.

5.1.1 Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Pada Lampiran : 27 dapat dilihat besarnya Return On Investment perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dari tahun 1979 sampai dengan 1987. Hasil yang diperoleh adalah sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Return On Investment yang cukup besar yaitu antara 10 - 20%. Dengan adanya SK Menteri Keuangan No : KEP. 1677/MK/II/12/1976 berisi : "memberi ijin bagi seluruh perusahaan yang masuk Pasar Modal untuk mengadakan revaluasi asset. Hal ini berarti seluruh perusahaan yang masuk Pasar modal di Indonesia sudah melakukan revaluasi assetnya." Kalau Return On Investment yang diperoleh perusahaan industri tersebut dibandingkan dengan keadaan besarnya tingkat suku bunga deposito 1 tahun selama 4 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 1979 sampai dengan 1982 maka sangat menguntungkan kalau para pemegang saham tidak meminta dividen-kas yang besar, karena Return On Investment masih jauh lebih besar dari besarnya tingkat suku bunga deposito rata-rata 1 tahun selama 4 tahun berturut-turut, (Lihat Lampiran 35). Apalagi kalau dimasukkan unsur inflasi (lihat Lampiran 36) yang selama 4 tahun berturut-turut tersebut masih cukup besar yaitu rata-rata 13,63% dan tingkat suku bunga deposito 1 tahun rata-ratanya 10,50%.

maka akan terdapat tingkat suku bunga riil yang negatif 3,13%.

Bagi para pemegang saham akan lebih menguntungkan kalau laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam bentuk laba yang ditahan untuk keperluan investasi baru dan pengembangan perusahaan. Selanjutnya dari tahun 1983 sampai dengan 1987 sebagian besar perusahaan industri yang masuk pasar modal bekerja dengan Return On Investment 10 - 20% tetapi sudah terjadi pergeseran besarnya Return On Investment menjadi hanya 0 - 10% sebagai yang terbesar. Hal ini terjadi akibat adanya kebijakan pemerintah dalam penetapan suku bunga (Paket 1 Juni 1983) yang semula tingkat bunga ditetapkan Bank Indonesia kemudian diserahkan pada Bank masing-masing. Akibatnya tingkat suku bunga meningkat dan biaya modal menjadi tinggi sehingga Return On Investment sebagian besar menurun, ini dapat dikatakan perusahaan bekerja kurang efisien dan efektif dibandingkan dengan sebelumnya. Kalau dibandingkan dengan besarnya tingkat suku bunga deposito selama 1 tahun, maka selama 5 tahun berturut-turut tingkat suku bunga deposito 1 tahun rata-rata 19.60%, tingginya tingkat inflasi rata-rata 8.44% maka terdapat tingkat suku bunga yang positif sebesar 11.16% karenanya akan lebih menguntungkan kalau laba perusahaan ditahan saja dalam perusahaan agar dapat digunakan untuk mengadakan pengembangan dan investasi baru.

Hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The Residual Theory of Dividend Policy, bahwa lebih menguntungkan untuk menahan laba di dalam perusahaan. Kenyataannya hampir sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal membagikan dividen-kas cukup tinggi, sehingga pelaksanaannya tidak sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The Residual Theory di atas. Dengan hasil di atas maka dapat disimpulkan sebagian besar perusahaan melakukan kebijakan sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy. Hal ini disebabkan sebagian besar para pemegang saham adalah mereka yang tergolong menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham (Dana Pensiun, PT. Danareksa, Asuransi, dll). Gambaran ini dapat digunakan untuk pengembangan teori manajemen pembelanjaan, karena tingginya Return On Investment tidak dapat digunakan sebagai alasan untuk menahan laba yang diperoleh dalam perusahaan walaupun apa yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham memberikan hasil lebih rendah dari apa yang dapat diberikan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham, disamping tidak memungkinkan perusahaan mengadakan rencana pengembangan berjangka panjang.

5.1.2 Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Gambaran besarnya Return On Investment perusahaan industri yang masuk pasar modal di Malaysia dari tahun 1979 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 28. Berdasarkan Lampiran : 28 dapat dilihat bahwa besarnya Return On Investment perusahaan industri di Malaysia antara 0 - 20%. Ini berarti sebagian terbesar perusahaan industri di Malaysia bekerja dengan Return On Investment 0 - 20%. Dibandingkan dengan besarnya tingkat suku bunga deposito 1 tahun di Malaysia (lihat Lampiran : 35) maka akan lebih menguntungkan untuk menahan laba yang diperoleh perusahaan didalam perusahaan agar dapat diinvestasikan atau digunakan untuk pengembangan perusahaan. Kalau dibandingkan antara Return On Investment perusahaan dengan tingkat suku bunga riil di Malaysia, maka tingkat suku bunga deposito 1 tahun rata-ratanya adalah 6,37% selama 6 tahun dan tingkat inflasi rata-rata selama 6 tahun 5,57% (lihat Lampiran: 36) sehingga tingkat suku bunga riil masih positif sebesar 0,80%. Dengan demikian akan lebih menguntungkan, laba yang diperoleh perusahaan ditahan dalam perusahaan untuk investasi baru dan pengembangan, dibandingkan kalau dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen-kas. Keadaan seperti di atas sesuai dengan apa yang

dijelaskan dalam The Residual Theory of Dividend Policy, disamping sebagian masyarakat yang tergolong pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang kalau laba yang diperoleh perusahaan ditahan dalam perusahaan karena pajak atas dividen-kas cukup tinggi yaitu antara 35% sampai 40%. Hal di atas merupakan bukti pelaksanaan teori manajemen pembelanjaan dalam praktek.

5.1.3 Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Keadaan besarnya Return On Investment perusahaan industri yang masuk pasar modal di Singapura dari tahun 1979 sampai dengan 1986 dapat dilihat dalam Lampiran 29. Berdasarkan Lampiran : 29 dapat dilihat bahwa sebagian besar perusahaan industri yang masuk pasar modal di Singapura bekerja dengan Return On Investment antara 0 - 20%, malahan selama 8 tahun berturut-turut sebagian besar perusahaan industri yang masuk pasar modal bekerja dengan Return On Investment 0 - 10%. Walaupun demikian masih ada perusahaan industri yang bekerja dengan Return On Investment nol persen dan lebih besar dari 20%. Dilihat apa yang dapat dilakukan oleh perusahaan dengan sebagian besar mampu bekerja dengan Return On Investment 0 - 20% dan besarnya tingkat suku bunga deposito 1 tahun di Singapura (lihat lampiran : 35) selama 8 tahun rata-ratanya hanya

7,21% serta tingkat inflasi (lihat Lampiran 36) rata-rata setiap tahunnya 3,85%, maka di Singapura masih terdapat tingkat suku bunga riil yang positif sebesar 3,36%. Apa yang terjadi, adalah sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan cukup efisien dan efektif mengingat besarnya Return On Investment cukup tinggi dengan biaya modal yang rendah. Dengan demikian akan lebih menguntungkan bagi para pemegang saham untuk mau menerima dividen-kas yang kecil dan akan lebih baik kalau laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan agar dapat diinvestasikan kembali untuk pengembangan dan investasi baru oleh perusahaan. Kenyataannya sebagian perusahaan membagikan dividen-kas cukup tinggi dan ini bertentangan dengan apa yang dijelaskan dalam The Residual Theory of Dividend Policy. Malahan yang dilakukan sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy. Hal ini disebabkan adanya pajak atas capital-gain yang tinggi, sedangkan pajak atas dividen-kas tidak ada, sehingga bagi mereka yang tergolong pembayar pajak tinggi lebih senang menerima dividen-kas. Dengan demikian apa yang dijelaskan oleh The Residual Theory of Dividend Policy tidak sesuai dengan pelaksanaan dalam praktek, sehingga teori ini baru dapat berjalan secara baik kalau tidak ada pajak atas capital-gain. Dalam keadaan Pasar tidak sempurna maka The-Bird-In-The-Hand Theory of Dividend Policy yang berlaku dan dijalankan dalam praktek.

5.1.4 Besarnya Return On Investment Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Keadaan besarnya Return On Investment perusahaan industri yang masuk pasar modal di Thailand dapat dilihat dalam Lampiran : 30. Sesuai dengan Lampiran 30 dapat dijelaskan, bahwa besarnya Return On Investment perusahaan industri yang masuk pasar modal sedikit bervariasi. Mulai tahun 1980 sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Return On Investment antara 0 - 30%, demikian juga keadaan pada tahun 1981 sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan Return On Investment antara 0 - 30%. Kemudian pada tahun 1982 sebagian besar perusahaan bekerja dengan Return On Investment 10 - 20% dan akhirnya pada tahun 1983 dan 1984 sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Return On Investment antara 10 - 40%. Keadaan ini memberikan petunjuk bahwa sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan cukup efisien dan efektif dalam menggunakan seluruh assetnya. Malahan Return On Investment di Thailand tertinggi di antara beberapa negara Asean yang diteliti. Ini dapat terjadi karena pemerintah Thailand terus mengadakan tekanan atas Inflasi sehingga turun sampai cukup rendah hanya sebesar 3,80% pada tahun 1983 dan 1,50% pada tahun 1984. Kalau dibandingkan dengan besarnya tingkat suku

bunga deposito 1 tahun yaitu sebesar 11,5% dan 11% sedangkan tingkat inflasi hanya 3,80% dan 1,5% sehingga di Thailand terdapat tingkat suku bunga riil yang positif sebesar 8% pada tahun 1983 dan 9,50% pada tahun 1984, maka akan lebih menguntungkan kalau laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru. Kenyataannya sebagian perusahaan industri membagikan dividen-kas cukup tinggi dan ini berarti sebagian besar perusahaan melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy. Hal ini dilakukan karena sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan untuk memperoleh pendapatan tetap. Ini berarti dalam kondisi Pasar yang tidak sempurna maka The-Bird-In-The-Hand Theory of Dividend Policy yang banyak dilakukan dalam praktek.

5.1.5 Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Keadaan Return On Equity perusahaan industri yang masuk pasar modal di Indonesia selama 9 tahun yang dimulai dari tahun 1979 sampai dengan 1987 dapat dilihat dalam Lampiran : 31. Dalam Lampiran : 31 dapat dijelaskan bahwa selama tahun 1979 sampai dengan 1984 Return On Equity perusahaan industri sebagian terbesar antara 10 - 30%. Kiranya wajar kalau sebagian besar para pemegang saham

tidak meminta dividen-kas yang besar kepada perusahaan, sehingga laba yang diperoleh dapat terus berada dalam perusahaan sebagai bagian dari equity. Dengan demikian sebagian besar laba perusahaan sebaiknya ditahan dalam perusahaan agar dapat digunakan untuk pengembangan dan investasi baru. Kalau dibandingkan dengan apa yang dapat dihasilkan seandainya laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen-kas dan kemudian diinvestasikan dalam bentuk deposito selama 1 tahun (lihat Lampiran : 35) dengan tingkat suku bunga selama 6 tahun rata-ratanya 13,25% maka akan lebih menguntungkan laba tersebut ditahan saja dalam perusahaan sebagai laba yang ditahan. Apalagi selama 6 tahun tersebut rata-rata tingkat inflasinya adalah 12,47% sehingga di Indonesia masih terdapat tingkat suku bunga riil rata-rata yang positif 0,78%. Ini berarti akan lebih menguntungkan kalau laba perusahaan tidak dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah yang besar. Kalau dilihat dari tahun 1979, maka di Indonesia terdapat tingkat suku bunga riil yang negatif, karena tingkat inflasi masih cukup tinggi. Walaupun pada tahun 1980 inflasi sudah turun, tetapi tingkat suku bunga riilnya masih juga negatif. Setelah itu barulah di Indonesia terdapat tingkat suku bunga riil yang positif. Keadaan ini akibat dari adanya Paket 1 Juni 1983 yang menetapkan bahwa besarnya tingkat suku bunga ditentukan sendiri oleh Bank masing-masing sehingga tingkat suku bunga naik.

Hanya saja, masih tetap menguntungkan kalau laba perusahaan ditahan dalam perusahaan sebagai laba yang ditahan agar dapat digunakan untuk pengembangan dan investasi baru.

Selanjutnya, sebagian besar perusahaan industri yang masuk pasar modal di Indonesia pada tahun 1985 sampai dengan 1987 bekerja dengan Return On Equity antara 0 - 20%. Ini berarti terdapat penurunan Return On Equity dibandingkan dengan 6 tahun sebelumnya. Penurunan Return On Equity di atas, disebabkan karena adanya perubahan suku bunga pinjaman yang cenderung meningkat, terjadi devaluasi rupiah pada tahun 1985 yang berakibat semakin mahalnya pinjaman dalam valuta asing, dengan demikian punya dampak semakin tingginya biaya operasional perusahaan. Perusahaan menjadi kurang efisien dan efektif dalam menggunakan dana Equity dengan menurunnya Return On Equity. Kalau dibandingkan dengan besarnya tingkat suku bunga deposito 1 tahun selama 3 tahun berturut-turut rata-ratanya 20,17% serta tingkat inflasi rata-rata 7,33% maka masih terdapat tingkat suku bunga riil yang positif sebesar 12,84% sehingga masih cukup baik laba yang diperoleh perusahaan ditahan dalam perusahaan untuk investasi baru dan pengembangan. Dapat juga dilakukan sebagian pemegang saham akan meminta dividen-kas yang cukup tinggi dan sebagian lagi menginginkan agar laba perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk meningkatkan Equity perusahaan.

5.1.6 Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Keadaan besarnya Return On Equity perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia selama 6 tahun, mulai tahun 1979 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 32. Dengan melihat Lampiran : 32 maka dapat dikatakan sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan Return On Equity antara 0 - 20%.

Pada 3 tahun pertama yaitu dari tahun 1979 sampai dengan 1981 besarnya Return On Equity perusahaan industri sebagian terbesar antara 10 - 20%. Sesuai dengan The Residual Theory of Dividend Policy maka sebaiknya laba yang diperoleh di tahan saja dalam perusahaan agar dapat diinvestasikan kembali dari pada dibagikan kepada para pemegang saham. Ini berarti akan lebih menguntungkan kalau para pemegang saham tidak meminta dividen-kas yang tinggi, karena apa yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham hasilnya adalah lebih rendah dari apa yang dilakukan perusahaan. Dengan mendepositokan pembagian laba perusahaan selama 1 tahun (lihat Lampiran : 35) para pemegang saham hanya memperoleh rata-rata 6,07%, disamping itu tingkat inflasi di Malaysia rata-rata setiap tahunnya selama 3 tahun berturut-turut 6,67% sehingga tingkat suku bunga riil adalah negatif. Dari gambaran di atas akan lebih baik

menahan laba yang diperoleh dalam perusahaan untuk meningkatkan Equity guna keperluan pengembangan dan investasi baru.

Selanjutnya pada tahun 1982 sampai dengan 1984 besarnya Return On Equity perusahaan industri sebagian besar 0 - 10%. Selama 3 tahun terakhir di Malaysia terdapat tingkat suku bunga riil yang positif sebesar 2,20% yang merupakan selisih dari tingkat suku bunga rata-rata deposito 1 tahun yaitu 6,67% dan tingkat inflasi rata-rata 4,47%. Walaupun demikian masih menguntungkan kalau laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk kebutuhan pengembangan dan investasi baru. Peningkatan tingkat suku bunga riil di Malaysia akibat adanya penurunan tingkat inflasi, ini menunjukkan adanya stabilitas ekonomi baik jangka pendek maupun jangka panjang.

5.1.7 Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Perkembangan besarnya Return On Equity perusahaan industri yang masuk pasar modal di Singapura selama 8 tahun yaitu dari tahun 1979 sampai dengan 1986 dapat dilihat dalam Lampiran : 33. Pada Lampiran : 33 dapat disimpulkan bahwa sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk

pasar modal bekerja dengan Return On Equity antara 0 - 20%. Tetapi pada permulaannya yaitu tahun 1979 dan 1980 sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Return On Equity 10 - 20%. Untuk tahun 1979, 43,82% perusahaan industri yang diteliti bekerja dengan Return On Equity 10 - 20% dan 26,97% bekerja dengan Return On Equity 0 - 10%. Demikian pula halnya pada tahun 1980, terdapat 38,14% perusahaan industri bekerja dengan Return On Equity 10 - 20% dan 31,96% lagi bekerja dengan Return On Equity 0 - 10%. Selama 2 tahun berturut-turut akan sangat menguntungkan untuk menahan laba yang diperoleh dalam perusahaan untuk menambah Equity sehingga dapat digunakan untuk kepentingan pengembangan dan investasi baru. Hal ini didasarkan pada keadaan bahwa tingkat suku bunga deposito 1 tahun (lihat Lampiran : 35) rata-rata selama 2 tahun 7,55% dan tingkat inflasi (lihat Lampiran : 36) rata-rata setiap tahun selama 2 tahun 6,25%. Sehingga tingkat suku bunga riil di Singapura adalah positif hanya sebesar 1,70%. Kalau dibandingkan dengan Return On Equity yang sebagian besar antara 10 - 20%, maka ini masih lebih besar dari tingkat suku bunga riilnya.

Pada tahun 1981 sampai dengan 1986 sedikit berbeda dengan keadaan sebelumnya karena besarnya Return On Equity perusahaan industri sebagian besar hanya 0 - 10%. Dilihat dari besarnya tingkat suku bunga deposito 1 tahun maka akan lebih baik laba perusahaan tersebut ditahan saja didalam

perusahaan untuk mengadakan investasi baru, walaupun masih terdapat tingkat suku bunga riil yang positif. Keadaan di atas ini sesuai dengan The Residual Theory of Dividend Policy karena apa yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham masih lebih rendah daripada apa yang dapat dilakukan perusahaan. Hanya saja, apa yang terlihat dalam praktek berbeda yaitu sebagian besar perusahaan industri membagikan dividen-kas yang cukup besar dan ini berarti bertentangan dengan teori Residu. Penyebabnya adalah adanya pajak atas capital-gain yang cukup tinggi sehingga para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak tinggi lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja dalam bentuk dividen-kas yang tinggi.

5.1.8 Besarnya Return On Equity Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Dengan melihat Lampiran : .34 ternyata besarnya Return On Equity perusahaan industri yang masuk pasar modal di Thailand tidak jauh berbeda dengan beberapa negara anggota Asean lainnya yang diteliti, karena Return On Equitynya sebagian besar antara 0 - 20%. Malahan ada juga yang bekerja dengan Return On Equity nol dan 20 - 30%. Melihat gambaran di atas maka akan lebih menguntungkan kalau sebagian besar para pemegang saham tidak meminta

dividen-kas yang tinggi kepada perusahaan, agar perusahaan dapat meningkatkan equitynya untuk kepentingan pengembangan dan investasi baru. Return On Equity yang terbesar pada tahun 1980 adalah 10 - 20%, sedangkan tingkat bunga deposito 1 tahun 8% (lihat Lampiran : 35) dengan tingkat inflasi sebesar 19.60% (lihat Lampiran : 36), sehingga terdapat tingkat suku bunga riil negatif sebesar 11,60%. Sudah tentu perusahaan akan dapat memberikan pendapatan yang lebih tinggi dikemudian hari dibandingkan dengan apa yang dapat diperoleh oleh para pemegang saham pada tahun 1980. Sedangkan untuk tahun 1981, Return On Equity yang diperoleh perusahaan sebagian besar antara 0 - 10% dan tingkat bunga deposito 1 tahun 8%, maka lebih baik para pemegang saham menahan laba yang diperoleh dalam perusahaan. Apa lagi kalau dilihat dari tingkat bunga riilnya, yaitu dengan membandingkan antara tingkat bunga deposito 1 tahun 8% dengan tingkat inflasi 12,70%, maka di Thailand terdapat tingkat suku bunga riil yang negatif sebesar 4.7% . Ini berarti hasil pendapatan dari deposito akan menurun sebesar tingkat inflasi.

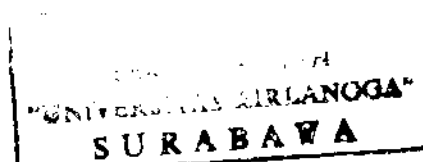
Berbeda halnya dengan apa yang terlihat pada tahun 1982, di Thailand terjadi peningkatan tingkat suku bunga deposito 1 tahun menjadi 12,50% dan tingkat inflasi semakin menurun menjadi hanya 5,20%. Dengan demikian terdapat tingkat bunga riil positif sebesar 7,30%. Walaupun demikian sebenarnya Return On Equity perusahaan industri masih lebih

tinggi dibandingkan tingkat bunga riilnya yaitu sebesar antara 0 - 20%. Hal ini berarti, masih lebih menguntungkan agar laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan.

Demikian juga pada 2 tahun terakhir yaitu tahun 1983 dan 1984, sebagian besar perusahaan industri yang masuk pasar modal di Thailand bekerja dengan Return On Equity antara 0 - 20%. Sedangkan tingkat suku bunga deposito 1 tahun selama 2 tahun berturut-turut rata-rata 11,25% dengan tingkat inflasi rata-rata setiap tahun 2,70%, maka terdapat tingkat suku bunga riil positif sebesar 8,55%. Akan cukup beralasan kiranya para pemegang saham tidak meminta dividen-kas yang tinggi kepada perusahaan, sehingga laba yang diperoleh perusahaan dapat digunakan untuk pengembangan dan investasi baru. Ternyata sebagian besar perusahaan membagikan dividen-kas cukup tinggi kepada para pemegang saham, sehingga tidak sesuai dengan apa yang dijelaskan dengan The Residual Theory of Dividend Policy. Hal ini berarti lebih banyak perusahaan menggunakan The Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy karena sebagian besar dari para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan untuk memperoleh pendapatan tetap disamping masyarakat masih belum banyak mengetahui seluk-beluk mengadakan investasi dalam surat-surat berharga (saham).

Dengan melihat keseluruhan aspek dari ukuran profitabilitas perusahaan yaitu Return On Investment dan

Return On Equity, maka untuk beberapa negara di Asean masih terdapat kesamaan dalam besarnya Return On Investment dan Return On Equity. Perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand adalah yang paling tinggi Return On Investmentnya dan hal ini disebabkan Pemerintah Thailand terus mengadakan tekanan terhadap inflasi serta keadaan tingkat suku bunga Deposito yang stabil. Akibatnya perusahaan industri yang masuk Pasar Modal dapat bekerja dengan biaya yang relatif rendah. Berbeda halnya dengan perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia mempunyai Return On Equity paling tinggi dan ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan bekerja dengan menggunakan pinjaman jangka pendek dalam cara pemebelanjannya sehingga Equity perusahaan menjadi rendah dan menghasilkan Return On Equity yang tinggi. Hanya saja sebagian besar negara melakukan kebijakan dividen yang cukup tinggi (Indonesia, Singapura dan Thailand) dan hal ini tidak sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The Residual Theory of Dividend Policy. Kenyataannya sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory of Dividend Policy. Karenanya profitabilitas yang tinggi tidak sepenuhnya merupakan alasan untuk tidak membagikan dividen-kas tinggi kepada para pemegang saham dan ternyata banyak tergantung pada kebijakan perpajakan yang dilakukan oleh Pemerintah. Seperti halnya perusahaan industri yang



masuk Pasar Modal di Singapura dengan profitabilitas cukup tinggi melakukan pembayaran dividen-kas yang besar karena adanya pajak atas capital-gain cukup tinggi sehingga sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi lebih baik menerima dividen-kas daripada capital-gain. Lain halnya dengan perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dengan profitabilitas hampir sama dengan apa yang diperoleh perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Singapura dan Thailand, sebagian besar perusahaan industri membagikan dividen-kas yang rendah karena adanya pajak tinggi terhadap dividen-kas. Hal ini sesuai dengan The Residual Theory of Dividend Policy. Disamping itu akibat dari adanya pajak atas dividen-kas maka sebagian besar para pemegang saham tergolong pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang menerima dividen-kas yang rendah.

5.2 Kebijakan Pembelanjaan Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Beberapa Negara Asean.

Kebijakan pembelanjaan merupakan salah satu fungsi manajemen pembelanjaan disamping kebijakan investasi dan kebijakan dividen. Kebijakan pembelanjaan merupakan kebijakan yang mengatur cara pembelanjaan yang sesuai bagi perusahaan agar dapat memperoleh keuntungan maksimal.

Apakah kebutuhan investasi dibelanjai dengan modal sendiri, pinjaman jangka panjang ataukah pinjaman jangka pendek. Sesuai dengan teori struktur permodalan maka perbandingan antara pinjaman jangka panjang dengan modal sendiri disebut struktur modal perusahaan. Dalam pelaksanaan struktur modal perusahaan diartikan sebagai perbandingan antara pinjaman jangka pendek ditambah pinjaman jangka panjang dengan modal sendiri. Untuk dapat mengadakan pengukuran atas struktur modal perusahaan maka dapat dilakukan dengan menggunakan pengukuran rasio antara total utang perusahaan (pinjaman jangka pendek ditambah dengan pinjaman jangka panjang) dengan Total Asset yang disebut Debt Ratio. Disamping itu masih ada beberapa ukuran yang dapat digunakan seperti Debt to Equity Ratio, Debt to Capitalization Ratio dan Total Debt to Equity Ratio.

5.2.1 Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Debt Ratio merupakan perbandingan antara seluruh utang perusahaan (utang jangka pendek ditambah utang jangka panjang) dengan Total Asset perusahaan pada suatu tahun tertentu. Untuk dapat melihat perkembangan Debt Ratio perusahaan industri yang masuk pasar modal di Indonesia dari tahun 1979 sampai dengan 1987 yaitu selama 9 tahun

berturut-turut maka ini ditunjukkan dalam Lampiran : 37. Dengan melihat Lampiran : 37 dapat diketahui bahwa sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio antara 10 - 60%. Untuk tahun 1979, sebagian perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 30 - 40% dan sebagian besar dengan ratio 80 - 90%. Perusahaan industri dengan Debt Ratio 30 - 40% memberikan keterangan bahwa sebagian besar kegiatan perusahaan industri tersebut dibelanjai dengan menggunakan dana Equity, sedangkan perusahaan industri dengan Debt Ratio tinggi mempunyai arti bahwa perusahaan tersebut sebagian besar kegiatan usahanya dibelanjai menggunakan pinjaman (baik jangka pendek dan jangka panjang).

Perusahaan dengan Debt Ratio tinggi mempunyai risiko finansial tinggi sehingga dapat menurunkan harga saham di pasar. Ini berarti sulit untuk menambah pinjaman kalau ingin mengadakan investasi yang menguntungkan dan harus dibelanjai dengan menggunakan dana Equity. Pada tahun 1980 dan 1981, sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio 10 - 40%, ini berarti perusahaan industri tersebut mempunyai risiko finansial yang kecil. Masih terbuka kesempatan luas untuk menambah dana pinjaman kalau ingin mengadakan perluasan dan investasi. Hanya saja akan sulit mengadakan antisipasi terhadap perubahan Pasar kalau keadaan ekonomi dalam situasi yang baik (boom). Kebijakan pembelanjaan yang didasarkan pada penggunaan dana Equity

akan baik kalau keadaan ekonomi yang sulit (resesi), sehingga dengan menurunnya omset penjualan maka biaya tetap perusahaan masih dapat ditekan serendah mungkin dan daya saing perusahaan akan menjadi tinggi.

Selanjutnya pada tahun 1982 dan 1983 sebagian besar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio antara 20 - 50% yaitu sebanyak 2 perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 40 - 50%, pada tahun 1982 dan 3 perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 40 - 50% pada tahun 1983. Selebihnya adalah masing-masing 6 perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 20 - 40%. Ini memberikan gambaran kepada kita bahwa sebagian besar perusahaan membelanjai kebutuhan operasinya dengan menggunakan dana Equity dibandingkan dengan dana pinjaman. Perusahaan industri yang bekerja dengan Debt Ratio yang cukup rendah tersebut akan tidak sulit untuk mengadakan tambahan pinjaman apabila ingin mengadakan investasi baru dan pengembangan.

Akhirnya pada tahun 1984 sampai dengan 1987 yaitu selama 4 tahun terakhir, sebagian perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio antara 20 - 60%. Perubahan cara pembelanjaan perusahaan tersebut dengan lebih banyak menggunakan pinjaman jangka pendek merupakan akibat dari tidak menentukannya tingkat suku bunga pinjaman jangka panjang dan keadaan perekonomian di Indonesia kurang stabil, tercermin dari seringnya terjadi perubahan-perubahan di bidang ekonomi dan moneter (devaluasi 1983, 1985, Pakto

1987 dan Pakdes 1987)). Ini berarti peranan pinjaman jangka pendek menjadi semakin besar dalam keseluruhan asset perusahaan dan akan semakin meningkatkan risiko finansial perusahaan, karena perusahaan harus mengadakan perpanjangan pinjaman jangka pendek setiap tahunnya, ini semua berarti biaya modal akan menjadi lebih tinggi.

5.2.2 Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Perkembangan besarnya Debt Ratio perusahaan industri yang masuk pasar modal di Malaysia dapat dilihat dalam Lampiran : 38. Dengan melihat Lampiran : 38 maka dapat dikatakan bahwa Debt Ratio perusahaan industri selama 6 tahun, dari tahun 1979 sampai dengan 1984 sebagian terbesar antara 10 - 70%. Untuk tahun 1979 sebagian besar Debt Rationya antara 30 - 70%, ini berarti peranan pinjaman dalam Total Asset perusahaan cukup besar dan perusahaan industri tersebut akan memiliki risiko finansial yang cukup tinggi. Hal ini disebabkan adanya suku bunga yang rendah dan tingkat inflasi secara relatif cukup stabil, sehingga perusahaan lebih berani menggunakan sumber dana pinjaman dalam operasinya. Demikian juga pada tahun 1980 yang sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio 20 - 70%, pada tahun 1981, 1982 dan 1983 sebagian

besar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 10 - 70%. Di sini penggunaan dana pinjaman semakin berkurang dibandingkan dengan tahun 1980, sehingga peranan dana Equity menjadi lebih berarti. Akibatnya risiko finansial perusahaan industri bertambah kecil dan akan lebih mudah perusahaan industri menambah dana pinjaman untuk usaha pengembangan dan investasi baru. Akhirnya pada tahun 1984, penggunaan dana pinjaman terus berkurang dan peranan dana Equity menjadi sumber dana yang lebih berarti dalam membelanjai Total Asset perusahaan. Besarnya peranan dana Equity dalam struktur modal perusahaan dapat membawa akibat yang merugikan, karena terbatasnya dana Equity akan sulit mengadakan antisipasi pasar dalam situasi ekonomi boom tetapi akan sangat menguntungkan dalam situasi ekonomi resesi karena daya tahan perusahaan cukup tinggi.

5.2.3 Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Perkembangan besarnya Debt Ratio perusahaan industri yang masuk pasar modal di Singapura dari tahun 1979 sampai dengan 1986 dapat dilihat dalam Lampiran : 39. Ternyata sebagian besar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio antara 10 - 70% selama 8 tahun berturut-turut. Untuk tahun 1979 dan 1980 sebagian terbesar perusahaan industri bekerja

dengan Debt Ratio antara 20 - 70%, lebih jelas lagi sebagian terbesar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio 30 - 50% dan 40 - 60%. Ini berarti hanya sebagian saja dari Total Asset perusahaan industri dibelanjai dengan menggunakan dana pinjaman jangka pendek dan panjang. Dengan demikian, akan lebih mudah bagi perusahaan untuk menambah dana pinjaman kalau ingin mengadakan pengembangan dan investasi baru. Keadaan pada tahun 1981 sampai dengan 1984 menunjukkan sebagian besar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio antara 10 - 70%. Gambaran seperti di atas menunjukkan, bahwa peranan dana pinjaman (jangka pendek dan jangka panjang) masih cukup besar dalam operasi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal. Walaupun demikian, sebagian terbesar perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio 30 - 60%. Akhirnya pada tahun 1985 dan 1986 sebagian terbesar dari perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt Ratio 30 - 60%. Kenyataan di atas ini banyak disebabkan keadaan ekonomi yang stabil, tercermin dari kemampuan mengendalikan tingkat suku bunga deposito 1 tahun serta inflasi yang cukup rendah. Disamping itu terdapat kemudahan untuk melakukan pinjaman jangka pendek mengingat Singapura merupakan pusat keuangan di Asia Tenggara.

5.2.4 Besarnya Debt Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Di Pasar Modal Thailand, pada tahun 1980 sampai dengan 1984 sebagian terbesar perusahaan bekerja dengan Debt Ratio antara 40 - 80% sesuai dengan apa yang terlihat dalam Lampiran : 40, malahan pada tahun 1981 dan 1982 cukup banyak perusahaan yang bekerja dengan Debt Ratio antara 50 - 90%. Hal ini memberikan gambaran pada kita bahwa peranan dana pinjaman jangka pendek dan panjang merupakan sumber dana terbesar dalam operasi perusahaan. Dengan demikian risiko finansial perusahaan amat tinggi sehingga amat sulit bagi perusahaan untuk menambah dana pinjaman kalau menginginkan untuk mengadakan investasi baru. Akibatnya adalah, harga saham perusahaan dapat menurun di Pasar Modal. Akhirnya keadaan pada tahun 1983 dan 1984 sudah mulai ada perubahan cara pembelanjaan dengan menurunkan dana pinjaman dari Total Asset perusahaan yaitu dengan Debt Ratio antara 40 - 80%. Keadaan seperti ini meunjukkan peranan Equity dalam pembelanjaan perusahaan sebagai salah satu sumber dana dari luar amatlah kecil. Sehingga sulit bagi perusahaan untuk mengadakan perluasan Pasar dan pengembangan serta investasi baru, karena dana pinjaman akan sulit diperoleh. Dilihat lebih jauh lagi, dengan digunakannya pinjaman jangka pendek dan pinjaman jangka

panjang sebagai sumber utama dalam struktur modal perusahaan memberikan gambaran bahwa memang ada beberapa kelemhannya, yaitu menyebabkan biaya tetap perusahaan menjadi tinggi. Namun demikian perekonomian Thailand sedang dalam keadaan boom sehingga tidak banyak menyulitkan karena omset penjualan dapat ditingkatkan dan pasar menjadi bertambah luas.

5.2.5 Besarnya Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Debt to Equity Ratio adalah perbandingan antara pinjaman jangka panjang dengan Equity perusahaan. Perkembangan Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia pada tahun 1979 sampai dengan 1987 dapat dilihat dalam Lampiran : 41. Sesuai dengan Lampiran : 41 terlihat sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Equity Ratio antara 0 - 20%. Ini berarti sebagian besar perusahaan industri menggunakan dana Equity sebagai sumber utama pembelanjaan perusahaan. Struktur modal yang digunakan oleh sebagian besar perusahaan industri tersebut di atas lebih banyak bertumpu pada dana Equity. Perusahaan akan sulit mengadakan pengembangan dengan bersandar dari sumber dana Equity yang jumlahnya terbatas. Perusahaan

mengabaikan sumber dana jangka panjang yang seharusnya cukup tersedia di masyarakat. Demikian juga, sebagian besar perusahaan menggunakan sumber dana jangka pendek untuk pembelanjaan perusahaan. Semestinya perusahaan industri yang masuk Pasar Modal mempunyai peluang besar untuk menambah dana jangka panjangnya karena komponen pinjaman jangka panjang perusahaan dalam struktur modalnya masih amat rendah. Menurut Teori Tradisional, dengan menambah pinjaman jangka panjang perusahaan dapat menurunkan biaya modal sampai pada batas biaya marginal dari pinjaman jangka panjang lebih sama dengan biaya marginal dari modal sendiri (Equity).

Malahan cukup banyak perusahaan industri pada tahun 1984 sampai dengan 1987 tidak menggunakan pinjaman jangka panjang sama sekali. Gambaran tersebut di atas menunjukkan bahwa cara pembelanjaan perusahaan industri secara teoritis kurang tepat, karena sebagian besar perusahaan industri menggunakan dana Equity sebagai sumber dana utama. Keadaan ini dapat menyulitkan usaha pengembangan dan Investasi baru perusahaan. Karena dalam situasi ekonomi boom akan sulit mengadakan antisipasi pasar dengan Equity yang terbatas. Memang baik dalam situasi ekonomi yang sedang turun (resesi) karena biaya tetap tidak terlalu besar dan daya tahan perusahaan cukup tinggi. Cara pembelanjaan di atas dilakukan oleh sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal karena terlalu seringnya perubahan-

perubahan ekonomi dan moneter di Indonesia, sehingga amat sulit untuk mengadakan perhitungan dalam jangka panjang, dengan demikian akan lebih aman kalau pembelanjaan perusahaan dibelanjai dengan menggunakan dana Equity yang lebih besar.

5.2.6 Besarnya Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Besarnya Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia pada tahun 1979 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 42. Dengan memperhatikan Lampiran : 42 dapat dikatakan bahwa sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia selama 6 tahun berturut-turut bekerja dengan Debt to Equity Ratio 0 - 20%. Ini berarti struktur modal perusahaan industri sebagian besar terdiri dari dana Equity. Tanpa memasukkan sumber dana pinjaman jangka pendek dalam perhitungan struktur modal perusahaan maka peranan sumber dana Equity amatlah penting dan menentukan. Dengan demikian risiko finansial perusahaan industri yang masuk Pasar Modal cukup rendah dan dengan mudah dapat menambah pinjaman jangka panjang kalau perusahaan menginginkan untuk digunakan membelanjai rencana pengembangan dan investasi baru. Hanya saja, akan kurang cepat mengadakan antisipasi

pasar dan kurang cepat mengadakan pengembangan, karena dana Equity amatlah terbatas. Secara teoritis (tradisional), sepanjang biaya marginal dari pinjaman jangka panjang masih lebih rendah dari biaya marginal modal sendiri (Equity), maka dapat menambah dana pinjaman jangka panjang sampai dengan biaya marginal modal pinjaman sama dengan biaya marginal modal sendiri. Sudah tentu apa yang dilihat dalam lampiran ini berbeda dengan teori tradisional, ini dilakukan karena situasi ekonomi kurang stabil dan sebagian besar manajemen di Malaysia lebih senang membelanjai perusahaannya dengan dana Equity. Mungkin ada perasaan malu mempunyai utang yang cukup besar sehingga beban tetap perusahaan dapat diperkecil dan daya saingnya dapat ditingkatkan. Memang dapat dibenarkan apa yang dilakukan sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dengan asumsi bahwa situasi ekonomi yang di hadapi dalam keadaan resesi. Kalau asumsi ini benar maka cara pemebelanjaan sebagian besar perusahaan industri dapat dibenarkan. Ternyata keadaan ekonomi dunia masih dalam keadaan ekonomi yang sulit, demikian juga keadaan ekonomi di Malaysia, sehingga wajar apa yang dilakukan oleh sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal dalam kebijakan pembelanjaannya.

5.2.7 Besarnya Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Perkembangan Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura dari tahun 1979 sampai dengan 1986 yaitu selama 8 tahun berturut-turut dapat dilihat dala Lampiran : 43. Berdasarkan data yang dilihat dari Lampiran : 43 maka sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Equity Ratio antara 0 - 30%. Walaupun juga terlihat ada beberapa perusahaan industri yang bekerja dengan Debt to Equity Ratio yang lebih besar. Dengan demikian risiko finansial perusahaan di mata pemilik modal cukup rendah, sehingga akan amat mudah perusahaan mencari dana pinjaman jangka panjang untuk keperluan pengembangan dan investasi baru. Disamping itu, dengan struktur modal yang sebagian besar mengandalkan dana Equity untuk membelanjai kebutuhan operasionalnya, maka akan sulit untuk mengadakanantisipasi pasar. Hal ini disebabkan jumlah dana Equity tersebut pada umumnya sangat terbatas, sehingga kemungkinan peluang pasar yang ada akan dimanfaatkan dan diambil oleh pesaing. Keadaan di atas juga mencerminkan kecenderungan dari manajemen di Singapura untuk lebih banyak menggunakan dana Equity dalam struktur modalnya, serta merasa malu memiliki utang yang besar walaupun peluang dan kesempatan untuk

menambah pinjaman cukup terbuka lebar. Dengan struktur modal yang sebagian besar terdiri dari dana Equity maka perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura lebih banyak menggunakan dana pinjaman jangka pendek untuk menutupi kekurangan dana operasional. Ini berarti, harus dapat mengadakan pinjaman secara terus menerus untuk jangka waktu cukup lama dengan memperpanjang pinjaman jangka pendek tersebut setiap tahunnya. Kalau biaya dana jangka pendek lebih tinggi dari biaya dana jangka panjang maka akan berakibat biaya operasional menjadi tinggi dan daya saing perusahaan akan menurun.

5.2.8 Besarnya Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Untuk mengetahui perkembangan besarnya Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand dari tahun 1980 sampai dengan 1984 yaitu selama 5 tahun berturut-turut dapat dilihat dalam Lampiran : 44. Ternyata sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Equity Ratio antara 0 - 20%, tetapi cukup banyak perusahaan yang bekerja dengan Debt to Equity Ratio yang lebih besar dari 100%. Banyaknya perusahaan industri yang bekerja dengan Debt to Equity Ratio rendah memberikan gambaran, bahwa dana Equity masih

merupakan sumber dana pembelanjaan yang dominan dalam struktur permodalan perusahaan, ini berarti risiko finansial perusahaan dapat dikatakan rendah di mata para investor (pemilik modal), sehingga akan lebih mudah perusahaan memperoleh tambahan dana untuk usaha pengembangan dan investasi baru. Di sisi lain perusahaan juga akan sulit mengadakan pengembangan dan perluasan pasar kalau hanya mengandalkan Dana Equity sebagai sumber dana pembelanjaan terbesar, mengingat dana Equity tersebut besarnya adalah amat terbatas.

Hanya perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand saja terdapat perusahaan yang bekerja dengan Debt to Equity Ratio lebih besar dari 100%. Perusahaan industri tersebut sebagian besar menggunakan dana pinjaman jangka panjang dalam struktur modalnya sehingga dana pinjaman jangka panjang lebih besar dari Dana Equity. Hal ini akan meningkatkan risiko finansial perusahaan di mata para investor dan dapat menyulitkan perusahaan kalau ingin mengadakan pengembangan dan investasi baru. Dengan besarnya dana pinjaman jangka panjang akibatnya perusahaan harus membiayai rencana investasi dengan dana Equity (mengeluarkan saham baru). Melihat sebagian besar industri yang masuk Pasar Modal dapat memperoleh profitabilitas tinggi, maka tidaklah ada kesulitan bagi perusahaan untuk membayar beban tetap yang diakibatkan penggunaan dana pinjaman jangka panjang cukup besar. Ini berarti situasi

ekonomi di Thailand cukup baik sehingga dapat dikatakan dalam keadaan boom. Dalam kondisi ekonomi boom, menggunakan dana pinjaman jangka panjang lebih besar dari dana Equity masih dapat dibenarkan sepanjang biaya marginal dari pinjaman jangka panjang sama dengan biaya marginal dari dana Equity. Kalau biaya marginal biaya jangka panjang sudah lebih besar dari biaya marginal dana Equity maka pinjaman jangka panjang sebaiknya diturunkan dari struktur modal perusahaan.

5.2.9 Besarnya Debt to Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Debt to Capitalization Ratio merupakan perbandingan antara pinjaman jangka panjang perusahaan dengan pinjaman jangka panjang ditambah dengan Equity. Ratio ini untuk mengukur sampai berapa besarnya pinjaman jangka panjang dalam kapitalisasi perusahaan. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia besarnya Debt to Capitalization Ratio dari tahun 1979 sampai dengan 1987 dapat dilihat dalam Lampiran : 45. Berdasarkan Lampiran : 45 maka dapat dikatakan sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 10%. Hal ini berarti sebagian kecil saja dari kapitalisasi perusahaan dibelanjai

dengan menggunakan pinjaman jangka panjang. Secara teoritis dapat dijelaskan risiko finansial perusahaan cukup rendah dilihat dari sudut pandang investor (pemilik modal) sehingga akan dengan mudah dapat meningkatkan pinjaman jangka panjangnya guna membelanjai rencana pengembangan dan investasi baru perusahaan. Malahan cukup banyak terdapat perusahaan yang tidak menggunakan pinjaman jangka panjang dalam perusahaan. Ini menggambarkan seluruh kapitalisasi perusahaan terdiri dari Equity saja. Rendahnya pinjaman jangka panjang dalam kapitalisasi perusahaan akibat dari keadaan ekonomi dan moneter yang masih belum stabil, masih sering terjadi perubahan-perubahan moneter seperti perubahan suku bunga tabungan, devaluasi rupiah sehingga menyulitkan perusahaan untuk mengadakan perencanaan jangka panjang dalam struktur modalnya. Karenanya akan lebih baik menggunakan pinjaman jangka pendek untuk membelanjai kebutuhan operasional perusahaan disamping dana Equity.

5.2.10 Besarnya Debt to Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Keadaan besarnya Debt to Capitalization Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dari tahun 1979 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 46. Berdasarkan Lampiran : 46 tersebut dapat dikatakan

bahwa sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 20%. Hal ini menunjukkan hanya sebagian kecil saja pinjaman jangka panjang terdapat dalam struktur modal perusahaan. Malahan yang terbanyak adalah dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 10%. Dengan demikian peranan pinjaman jangka panjang dalam struktur modal perusahaan tidaklah besar. Memang baik dilihat dari sudut struktur modal karena komponen dana pinjaman jangka panjang dalam struktur modal amat kecil, sehingga risiko finansial perusahaan juga amat kecil. Dalam keadaan ekonomi yang resesi perusahaan memiliki daya tahan tinggi untuk hidup tetapi dalam keadaan ekonomi yang boom keadaan perusahaan akan kehilangan pemasaran karena tidak mampu untuk meningkatkan produksi dalam mengisi pasar yang berkembang dengan pesat. Kebijakan pembelanjaan seperti di atas banyak dilakukan karena keadaan ekonomi di Malaysia cukup stabil dan tingkat bunga pinjaman jangka pendek masih cukup rendah disamping dapat segera diperpanjang dengan mudah setelah jangka waktunya habis. Sehingga akan lebih senang perusahaan menggunakan pinjaman jangka pendek, kelihatannya para manajer di Malaysia merasa malu kalau mempunyai utang yang tinggi dalam perusahaanya.

5.2.11 Besarnya Debt to Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Dalam Lampiran : 47 dapat dilihat perkembangan besarnya Debt to Capitalization Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura dari tahun 1979 sampai 1986 atau selama 8 tahun berturut-turut. Berdasarkan Lampiran : 47 terlihat sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 20%. Pada tahun 1979 dan 1981, sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 30%. tetapi pada tahun 1982 sampai dengan 1984 sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio yang lebih kecil yaitu antara 0 - 20%. Ini berarti pada tahun 1979 sampai dengan tahun 1981 hanya sedikit menggunakan pinjaman jangka panjang dalam struktur modal perusahaan, tetapi pada tahun 1982 sampai dengan tahun 1986 besarnya Debt (pinjaman jangka panjang) perusahaan semakin kecil lagi. Keadaan seperti di atas ini memang baik dalam keadaan ekonomi yang sedang resesi, sehingga risiko perusahaan semakin mengecil. Tetapi dalam keadaan ekonomi boom, maka cara pembelanjaan tersebut di atas menjadi kurang baik karena perusahaan tidak mampu mengantisipasi pasar dengan cepat, mengingat

kemampuan untuk membiayai pengembangan dan investasi baru sangat terbatas dengan menggunakan dana Equity. Disamping itu keadaan ekonomi di Singapura dalam situasi yang menurun apalagi pada tahun 1985 tingkat pertumbuhannya menjadi minus 1.7% dan pada tahun 1986 hanya sebesar 1.8% saja. Keadaan inilah yang menyebabkan para menajer keuangan untuk lebih banyak menggunakan Equity dalam struktur modalnya.

5.2.12 Besarnya Debt to Capitalization Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Keadaan besarnya Debt to Capitalization Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand dari tahun 1980 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 48. Sesuai dengan Lampiran : 48 dapat dijelaskan bahwa besarnya Debt to Capitalization Ratio perusahaan industri sebagian besar antara 0 - 20%. Walaupun demikian masih cukup banyak terdapat perusahaan industri dengan Debt to Capitalization Ratio yang lebih besar. Dengan Debt to Capitalization Ratio rendah, berarti perusahaan tidak banyak menggunakan pinjaman jangka panjang dalam struktur modalnya. Kebijakan ini cukup baik dalam keadaan ekonomi yang resesi karena risiko finansial perusahaan kecil. Tetapi dalam keadaan ekonomi yang boom kebijakan pembelanjaan tersebut kurang tepat, karena perusahaan tidak

dapat mengantisipasi pasar dengan cepat. Keadaan ekonomi Thailand selama 5 tahun berturut-turut berada dalam keadaan cukup stabil, sehingga tidaklah wajar kalau pinjaman jangka panjangnya hanya sebagian kecil saja dari keseluruhan kapitalisasi perusahaan. Kiranya akan lebih baik kalau lebih banyak lagi pinjaman jangka panjang digunakan dalam kapitalisasi perusahaan, mengingat keadaan ekonomi Thailand cukup baik dan stabil.

Secara keseluruhan sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean bekerja dengan Debt to Capitalization Ratio antara 0 - 20%. Ini berarti sebagian besar perusahaan industri di beberapa negara Asean amat sedikit menggunakan Debt (pinjaman jangka panjang) dalam struktur modalnya. Hal ini disebabkan karena keadaan ekonomi yang sedang menurun dan ada kecenderungan merasa malu mempunyai utang yang cukup besar dalam perusahaan.

5.2.13 Besarnya Total Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Total Debt to Equity Ratio merupakan perbandingan antara seluruh utang perusahaan (utang jangka pendek ditambah utang jangka panjang) dengan Equity perusahaan. Banyak kalangan praktisi menggunakan Total Debt to Equity Ratio sebagai ukuran besarnya Debt to Equity Ratio.

Secara teoritis, struktur modal perusahaan diartikan sebagai jumlah utang jangka panjang perusahaan ditambah Equity. Tetapi dalam praktek sering digunakan seluruh utang perusahaan (jangka pendek ditambah dengan jangka panjang) ditambah Equity dan ini sama dengan struktur keuangan perusahaan. Cara perhitungan struktur modal yang demikian kurang tepat karena tidak seluruh utang jangka pendek mempunyai beban tetap dalam perusahaan. Karenanya, lebih tepat menghitung struktur modal perusahaan hanya dengan menghitung besarnya Debt (pinjaman jangka panjang) ditambah dengan Equity perusahaan. Walaupun demikian rasio ini diperlukan juga untuk melihat perkembangan besarnya Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean.

Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dari tahun 1979 sampai dengan 1987, besarnya Total Debt to Equity Ratio dapat dilihat dalam Lampiran : 49. Dari Lampiran : 49 terlihat bahwa Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia sebagian besar antara 50 - 100%, malahan cukup banyak yang bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio lebih besar dari 100%. Dengan demikian, sebagian perusahaan melakukan kebijakan pembelanjaan dengan menggunakan pinjaman jangka pendek ditambah pinjaman jangka panjang yang lebih besar dari Equity. Malahan terlihat pinjaman jangka pendeknya lebih besar dari pinjaman jangka panjang.

Kebijakan pembelanjaan demikian, berarti seluruh kebutuhan dana jangka panjang perusahaan untuk kebutuhan pengembangan dan investasi baru dipenuhi dengan dana Equity, sedangkan dana operasionalnya dipenuhi dengan pinjaman jangka pendek atau pinjaman perbankan. Perusahaan yang membelanjai kebutuhan tetapnya seperti untuk pengembangan dan investasi baru dengan dana pinjaman jangka panjang memang ada, tetapi tidak cukup banyak.

5.2.14 Besarnya Total Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Gambaran besarnya Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dari tahun 1979 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 50. Dari Lampiran : 50 terlihat sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio antara 50 - 100% dan malahan cukup banyak perusahaan industri yang bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio yang lebih besar dari 100%. Ini berarti sebagian dana pinjaman jangka pendek dan jangka panjang digunakan untuk membelanjai struktur dana perusahaan. Kebijakan pembelanjaan dengan lebih banyak menggunakan dana pinjaman jangka pendek dan panjang tersebut di atas menyebabkan perusahaan berada pada risiko finansial tinggi. Tetapi dalam kondisi ekonomi berada dalam

keadaan boom akan lebih banyak memberikan keuntungan karena dengan cepat perusahaan dapat mengatisipasi keadaan pasar. Hanya saja dalam keadaan perusahaan bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio tinggi, maka akan sulit dapat menambah pinjaman jangka pendek maupun panjang, sehingga kalau ada pengembangan dan investasi baru maka perusahaan harus membelanjai keperluan perluasan dan investasi baru tersebut dengan dana Equity. Karenanya akan sulit untuk segera meningkatkan dana Equity tersebut dan perusahaan akan dihadapkan pada penggunaan dana pinjaman dengan biaya yang lebih mahal.

5.2.15 Besarnya Total Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Singapura.

Keadaan besarnya Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura dari tahun 1979 sampai dengan 1986 dapat dilihat dalam Lampiran : 51, ternyata sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio antara 50 - 100% dan lebih besar dari 100% yaitu sebanyak 40 perusahaan dengan Total Debt to Equity Ratio antara 50 - 100% dan 30 perusahaan dengan Total Debt to Equity Ratio lebih besar dari 100% dalam tahun 1979 atau sebanyak 70 perusahaan. Sedangkan pada

tahun 1980 dan 1981 masing-masing sebanyak 71 perusahaan, tetapi yang terbanyak dengan Total Debt to Equity Ratio lebih besar dari 100%. Walaupun pada tahun 1982 sampai dengan 1986 sebagian besar perusahaan bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio antara 50 - 100% dan lebih besar dari 100%, tetapi pada tahun 1982 sebagian terbesar perusahaan adalah bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio antara 0 - 50% yaitu sebanyak 39 perusahaan. Dari gambaran besarnya Total Debt to Equity Ratio tersebut di atas maka dapat dikatakan sebagian terbesar perusahaan bekerja dengan menggunakan dana pinjaman jangka pendek dan panjang dalam membelanjai seluruh assetnya. Ini mempunyai konsekuensi bahwa risiko finansial perusahaan cukup tinggi, sehingga akan ada kesulitan untuk menambah pinjaman apabila perusahaan ingin mengadakan pengembangan dan investasi baru. Untuk itu, perusahaan haruslah membelanjai kebutuhan dana pengembangan dan investasi baru tersebut dengan dana Equity yang jumlahnya amat terbatas.

5.2.16 Besarnya Total Debt to Equity Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Akhirnya keadaan besarnya Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand dari tahun 1980 sampai 1984 menunjukkan bahwa sebagian terbesar

perusahaan industri bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio yang lebih besar dari 100% (lihat Lampiran : 52). Hal ini berarti sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan pembelanjaan yang bergantung pada dana pinjaman jangka pendek ditambah dengan dana pinjaman jangka panjang. Sudah tentu risiko finansial perusahaan menjadi cukup tinggi sehingga akan mengalami kesulitan untuk menambah dana pinjaman, apa bila perusahaan ingin mengadakan pengembangan dan investasi baru.

Kebijakan pembelanjaan tersebut di atas akan sangat baik dalam kondisi ekonomi boom, tetapi sangat berbahaya dalam keadaan ekonomi resesi. Karena biaya tetap perusahaan akan menjadi tinggi sehingga sulit dapat dipenuhi perusahaan. Akibatnya perusahaan akan memperoleh kerugian dan kalau berkepanjangan dapat mengakibatkan ditutup atau dilikuidir oleh para pemberi pinjaman.

Dari gambaran besarnya Total Debt to Equity Ratio perusahaan industri yang masuk Pasar Modal tersebut di atas, dapat disimpulkan bahwa sebagian terbesar perusahaan industri di beberapa Negara Asean bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio antara 50 - 100%. Kecuali di Thailand yang sebagian besar bekerja dengan Total Debt to Equity Ratio lebih besar dari 100%.

5.3 Kebijakan Dividend Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Beberapa Negara Asean.

Laba perusahaan setelah dipotong biaya dan pajak atau laba bersih merupakan hak para pemegang saham (shareholders). Setelah dihitung besarnya laba bersih, maka manajemen perusahaan harus mengambil kebijakan tentang berapa besarnya laba bersih tersebut akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen-kas. Kebijakan ini dapat besar, menengah dan kecil malahan ada yang tidak membagikan sama sekali atau juga lebih besar dari laba yang diperoleh pada tahun bersangkutan. Dengan demikian laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dapat 100% atau 0%, malahan ada yang membagikan lebih dari 100%. Kesemuanya ini bergantung kepada ada atau tidaknya investasi yang menguntungkan di masa mendatang. Kalau memang ada investasi yang menguntungkan, maka para pemegang saham akan dengan senang hati memberikan bagian laba tersebut ditahan dalam perusahaan demi untuk membelanjai investasi daripada kalau bagian laba tersebut dibagikan dan diinvestasikan sendiri yang penghasilannya adalah lebih kecil dari apa yang dapat dilakukan oleh manajemen.

Disamping itu, masih ada alasan lain yaitu apabila para pemegang saham tersebut sudah tergolong dalam pembayar pajak tinggi maka akan lebih senang kalau laba tersebut

ditahan dalam perusahaan. Gambaran akan besarnya laba yang dibagikan kepada para pemegang saham atau sering disebut sebagai besarnya Dividend Payout Ratio dapat dilihat pada Lampiran : 53, 54, 55, dan 56. Pada Lampiran tersebut dapat dilihat besarnya Dividend Payout Ratio dan jumlah perusahaan yang melakukan kebijakan tersebut pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean.

5.3.1 Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Indonesia.

Gambaran akan besarnya Dividend Payout Ratio perusahaan yang menjual saham pada Pasar Modal di Indonesia dapat dilihat pada Lampiran: 53. Dalam Lampiran ini dapat dilihat bahwa pada tahun 1979 terdapat masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 30 - 40% dan 40 - 50%. Ini merupakan keseluruhan perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia atau sama dengan masing-masing 50%. Pada tahun 1980, ada 6 perusahaan industri yang menjual sahamnya di Pasar Modal dan Dividend Payout Ratio antara 10 - 20% dan 20 - 30% yang masing-masing sebanyak 1 perusahaan. Sisanya sebanyak masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 50 - 60%, 60 - 70%, 70 - 80% dan 80 - 90%. Dengan demikian sebanyak 4 perusahaan atau 66,67% dari seluruh perusahaan

membagikan dividen-kas atau mempunyai Dividend Payout Ratio antara 50 - 90% dan 2 perusahaan lagi atau 33,33% dari seluruh perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 10 - 30%. Berbeda halnya dengan tahun-tahun sebelumnya, maka pada tahun 1981 hanya 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio masing-masing sebesar 10 - 40% atau hanya 28,50% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti pada tahun 1981. Sisanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 70 - 80% dan kemudian yang terbesar adalah 4 perusahaan atau sama dengan 57,14% dari seluruh perusahaan industri membagikan dividen-kas atau dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%.

Untuk tahun 1982, hanya 1 perusahaan yang membagikan dividen-kas sebesar antara 40 - 50%. Kemudian 8 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 70 - 90% yaitu masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 60 - 70% dan 1 perusahaan lagi dengan Dividend Payout Ratio 70 - 80%, sisanya masing-masing sebanyak 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 80 - 90% dan 90 - 100%. Malahan pada tahun ini ada 3 perusahaan yang membagikan dividen lebih besar dari 100% atau sama dengan 25% dari seluruh perusahaan yang masuk Pasar Modal. Pada tahun 1983, ada 13 perusahaan industri yang masuk dalam penelitian di Pasar Modal, 4 perusahaan atau 30,77% membagikan dividen-kas atau dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%, 6 perusahaan dengan Dividend Payout

Ratio antara 50 - 100%, berarti sama dengan 46,14% dari seluruh perusahaan. Kemudian 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 20 - 30% dan 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 40 - 50% .

Selanjutnya pada tahun 1984, ada 9 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100% yang terdiri dari 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 90 - 100% atau sama dengan 16,67% dari seluruh perusahaan yang masuk Pasar Modal, kemudian 2 perusahaan membagikan dividen-kas atau dengan Dividend Payout Ratio sebesar 50 - 60% atau sama dengan 11,11% dan sisanya masing-masing 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 70 - 80% dan 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 80 - 90%. Di sini ada 1 perusahaan yang tidak membagikan dividen-kas pada tahun 1984 karena perusahaan tersebut dalam keadaan rugi (Goodyear) dan ada 2 perusahaan yang menderita rugi pada tahun 1983 tetapi tetap membagikan dividen (Goodyear dan Centex), ada 1 perusahaan (Regnis) yang dalam tahun 1984 menderita rugi tapi tetap membayarkan dividen.

Di Indonesia, seluruh perusahaan yang memperoleh keuntungan membagikan dividen kepada para pemegang saham. Keadaan dalam tahun 1985 dapat dilihat dalam Lampiran : 53 yaitu ada 4 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%. Selebihnya ada 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 20 - 50% dan 7 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 100%. Dengan demikian dapat

dilihat jelas bahwa sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia melakukan kebijakan dividen cukup besar yaitu sebanyak 7 perusahaan atau 41,18% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Kalau dijumlahkan dengan perusahaan yang melakukan kebijakan dividen lebih besar dari 100% maka jumlah perusahaan yang melakukan kebijakan dividen tinggi menjadi 10 perusahaan atau 58,82% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Di sini yang banyak dilakukan adalah The-Bird-In-the-Hand Theory of Dividend Policy dan hanya 7 perusahaan saja yang melakukan The Residual Theory of Dividend Policy.

Untuk tahun 1986, ada 5 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%, sebaliknya ada 4 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan tanpa membayarkan dividen-kas atau Dividend Payout Rationya nol persen. Hanya 5 perusahaan melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio 0 - 50% dan 5 perusahaan lagi melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio cukup tinggi yaitu 70 - 100%. Dari gambaran yang dilihat dalam Lampiran : 53 maka dapat diambil kesimpulan bahwa sebagian besar perusahaan industri di Indonesia masih melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio tinggi yaitu sebanyak 10 perusahaan atau 52,63% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti.

Akhirnya kebijakan dividen perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia pada tahun 1987 sebagian

besar perusahaan industri bekerja dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100%, yaitu 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 60%, 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70%, 3 perusahaan lagi dengan Dividend Payout Ratio 80 - 90% dan terakhir 1 perusahaan bekerja dengan Dividend Payout Ratio 90 - 100%. Malahan ada 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%. Sebaliknya, ada 5 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio nol persen dan 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40%. Secara keseluruhan, ada 8 perusahaan yang bekerja dengan Dividend Payout Ratio rendah dan 10 perusahaan bekerja dengan Dividend Payout Ratio tinggi. Di Indonesia pada tahun 1987 sebagian besar perusahaan melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The-Residual-Theory of Dividend Policy dan sebagian lagi menggunakan The Bird-in-the Hand Theory of Dividend Policy. Secara keseluruhan dengan melihat apa yang terdapat dalam Lampiran : 53 maka dapat ditarik kesimpulan, yaitu sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The-Bird-In-the-Hand Theory of Dividend Policy. Hal ini dilakukan mengingat sebagian besar pemegang saham berada di tangan Insttusional Investor (PT Danareksa, Dana Pensiun dan Perusahaan Asuransi) yang membeli saham untuk memperoleh pendapatan tetap, maka cenderung minta dividen-kas tinggi. Apalagi lembaga-lembaga tersebut memperoleh pembebasan atas pengenaan pajak dividen

sehingga dividen-kas merupakan satu pendapatan tetap sangat diharapkan. Disamping itu, harapan para investor untuk dapat memperoleh pendapatan dalam bentuk capital-gain amat kecil karena adanya ban (ruang gerak perubahan) harga yang sangat sempit. Karenanya pengaturan harga tidak akan memberikan peluang kepada para investor dapat memperoleh pendapatan dalam bentuk capital-gain.

5.3.2 Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Malaysia.

Besarnya Dividend Payout Ratio perusahaan yang masuk Pasar Modal di Malaysia dapat dilihat dalam Lampiran : 54. Pada tahun 1979 seluruh perusahaan yang masuk dalam penelitian membagikan dividen antara 0 - 40%, 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 0 - 10% atau sama dengan 3,85% dan sisanya masing-masing 16 perusahaan atau sama dengan 61,54% dengan Dividend Payout Ratio sebesar 10 - 20%, 8 perusahaan atau sama dengan 30,77% dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% dan akhirnya 1 perusahaan atau sama dengan 3,85% dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40%. Selanjutnya pada tahun 1980, jumlah perusahaan yang membagikan dividen-kas antara 0 - 50% menjadi 64 perusahaan atau sama dengan 94,75% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Sebagian besar perusahaan

membagikan dividen antara 0 - 30% yaitu sebanyak 44 perusahaan atau sama dengan 63,76% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, masing-masing terdiri dari 22 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 10 - 20% dan 22 perusahaan lagi dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30%. Hanya 12 perusahaan membagikan dividen sebesar 0 - 10% dan sisanya masing-masing 4 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan 40 - 50% atau sama dengan masing-masing 5,80% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Selain itu ada 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 60% dan 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70%. Akhirnya hanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%.

Pada tahun 1981, ada 69 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% atau sama dengan 95,83% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Yang terbesar adalah dengan Dividend Payout Ratio 10 - 20% yaitu sebanyak 24 perusahaan atau sama dengan 33,33%, diikuti oleh masing-masing sebanyak 20 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% atau sama dengan 27,78%, 18 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 0 - 10% atau sama dengan 25,20%. Tetapi pada tahun ini ada 3 perusahaan tetap membagikan dividen walaupun dalam keadaan rugi dan ada 3 perusahaan yang tidak membayarkan dividen walaupun perusahaan tersebut memperoleh keuntungan. Disamping itu hanya ada 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio yang lebih besar dari 100%.

Untuk tahun 1982, ada 72 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% atau sama dengan 93,50% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti.

Dividend Payout Ratio 10 - 20% merupakan yang terbesar, yaitu sebanyak 24 perusahaan atau sama dengan 31,17% dari perusahaan industri yang diteliti. Sisanya sebanyak 21 dan 22 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 10 - 20% dan 20 - 30% atau masing-masing sama dengan 27,27% dan 28,57%. Hanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%, malahan ada 2 perusahaan walaupun memperoleh rugi tapi tetap membayarkan dividen dan sebaliknya ada 2 perusahaan walaupun memperoleh keuntungan tapi tidak membayarkan dividen. Gambaran besarnya Dividend Payout Ratio perusahaan pada tahun 1983 dapat dilihat, bahwa 71 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% atau merupakan 94,68% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Dividend Payout Ratio yang terbanyak adalah antara 0 - 10% dan 10 - 20% yaitu masing-masing sebanyak 23 perusahaan atau sama dengan 30,67% dari seluruh perusahaan dan sisanya 17 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% dan 5 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% atau sama dengan 6,67% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti dan akhirnya ada 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 40 - 50% atau sama dengan 4,50% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Pada tahun ini ada 1 perusahaan yang tidak

membayarkan dividen walaupun memperoleh laba dan 1 perusahaan lagi dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%. Perusahaan yang membayarkan dividen lebih besar dari 10 - 50% hanya 3 perusahaan, masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 60%, 60 - 70% dan 80 - 90%. Pada tahun 1982 ada 1 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%. Akhirnya ada 3 perusahaan yang memperoleh rugi tetapi tetap membayarkan dividen pada para pemegang saham. Pada tahun 1984, ada 45 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 0 - 50% dan ini sama dengan 93,75% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Selanjutnya 17 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 0 - 10% atau sama dengan 35,42% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, 10 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 10 - 20% atau sama dengan 20,83% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti dan selebihnya 11 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% atau sama dengan 22,92% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti dan terakhir adalah masing-masing 5 dan 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan 40 - 50%. Akhirnya 2 perusahaan yang membagikan dividen atau dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% dan hanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70%. Dari kebijakan dividen lainnya yang terlihat, 2 perusahaan yang menderita rugi tetapi masih tetap membayarkan dividen

kepada para pemegang saham dan 1 perusahaan yang memperoleh keuntungan tapi tidak membayarkan dividen.

Secara keseluruhan, selama 6 tahun berturut-turut sebagian perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia membagikan dividen cukup rendah dan hal ini sesuai dengan The Residual Theory of Dividend Policy. Kebijakan dividen yang rendah ini dilakukan karena adanya pajak atas dividen cukup tinggi yaitu berkisar antara 35 - 40%, sehingga bagi para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang menahan laba dalam perusahaan dan membayar dividen-kas bagi perusahaan hanyalah untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham yang menginginkan untuk memperoleh pendapatan tetap. Disamping itu pendapatan yang diberikan perusahaan masih jauh lebih besar daripada apa yang dapat dilakukan oleh para pemegang saham dengan menginvestasikan dalam bentuk deposito 1 tahun masih lebih rendah dari apa yang dapat diberikan perusahaan. Karenanya para pemegang saham lebih senang sebagian besar laba ditahan dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru.

5.3.3 Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang masuk Pasar Modal di Singapura.

Pada Lampiran : 55, dengan jelas dapat dilihat besarnya Dividend Payout Ratio dari tahun 1979 sampai tahun 1986. Untuk tahun 1979, sebagian besar perusahaan yang masuk Pasar Modal membayarkan dividen atau dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% yaitu sebanyak 21 perusahaan atau sama dengan 23,60% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Kemudian 17 perusahaan atau sama dengan 19,10% dari seluruh perusahaan yang diteliti membayarkan dividen sebesar 60 - 70% dari laba bersih yang diperoleh ini berarti Dividend Payout Ratio sama dengan 60 - 70%. Dengan demikian 40 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100%, dan hanya 15 perusahaan saja yang membayar dividen sekitar 0 - 50% dari laba bersih yang diperoleh atau ini sama dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50%. Malahan ada 13 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen dan 7 perusahaan walaupun memperoleh keuntungan tidak membayarkan dividen sama sekali.

Pada tahun 1980, 50 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100% atau sama dengan 51,55% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, sedangkan 23 perusahaan lainnya menunjukkan Dividend Payout Ratio sebesar 0 - 50% atau sama dengan 23,71%.

Malahan 13 perusahaan atau sama dengan 13,40% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti dengan Dividend Payout Rationya lebih besar dari 100%. Akhirnya ada 11 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen atau sama dengan 11,34% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Tetapi ada 3 perusahaan yang memperoleh keuntungan dan tidak membayarkan dividen atau Dividend Payout Rationya nol persen.

Pada tahun 1981, sebagian besar perusahaan yaitu sebanyak 32 atau 31,68% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti Dividend Payout Rationya lebih besar dari 100%. Malahan ada 38 perusahaan atau 37,62% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti dengan Dividend Payout Ratio antara 50 -100%, Sedangkan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% hanya dilakukan oleh 17 perusahaan atau 16,83% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Terdapat 14 perusahaan yang tidak membayarkan dividen, terdiri dari 5 perusahaan dengan memperoleh keuntungan tetapi tidak membagikan dividen-kas dan 9 perusahaan karena benar-benar dalam keadaan rugi. Akhirnya, ada 5 perusahaan yang walaupun memperoleh rugi tetapi tetap membayar dividen-kas.

Dalam tahun 1982, ada 44 perusahaan atau sebanyak 43,14% dari seluruh perusahaan industri yang masuk dalam penelitian membayarkan dividen cukup besar yaitu dengan

Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%. Di sini ada 30 perusahaan atau 29,40% dengan Dividend Payout Ratio sebesar antara 50 - 100% dan hanya 16 perusahaan saja dari 102 perusahaan industri yang diteliti membayarkan dividen-kas cukup rendah yaitu dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50%. Demikian pula ada 12 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio nol persen, terdiri 2 perusahaan yang memperoleh keuntungan tapi tidak membayarkan dividen dan 10 perusahaan memang rugi dan tidak membayar dividen. Akhirnya ada 7 perusahaan yang memperoleh rugi dan tetap membayarkan dividen.

Selanjutnya keadaan tahun 1983 menunjukkan bahwa perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% sebanyak 48 atau sama dengan 48,48% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti pada tahun 1983. Sedangkan perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100% dilakukan oleh 26 perusahaan atau 26,26% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, sisanya sebanyak 12 perusahaan atau 12,12% dari seluruh perusahaan industri yang masuk dalam penelitian membayarkan dividen antara 0 - 50%.

Dalam tahun 1983 masih ada 13 perusahaan tidak membayarkan dividen sama sekali atau Dividend Payout Rationya sama dengan nol persen, terdiri dari 4 perusahaan yang memperoleh keuntungan tapi tidak membagikan dividen dan 9 perusahaan memperoleh rugi dan tidak membayar

dividen. Akhirnya ada 8 perusahaan yang mengalami rugi tapi tetap membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya.

Untuk Tahun 1984, ada 43 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% atau 44,33% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Sedangkan perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100% adalah 26 perusahaan atau sama dengan 26,80% dari keseluruhan perusahaan industri yang diteliti dan sisanya sebanyak 9 perusahaan atau 9,27% dari seluruh perusahaan industri yang masuk dalam penelitian. Di Pasar modal Singapura ada 19 perusahaan yang tidak membayarkan dividen terdiri dari 5 perusahaan yang memperoleh keuntungan tapi tidak membayar dividen-kas atau Dividend Payout Rationya sama dengan nol persen dan 14 perusahaan yang tidak membayarkan dividen-kas karena memang dalam keadaan rugi dan 7 perusahaan yang dalam keadaan rugi tapi masih tetap membayarkan dividen-kas.

Pada tahun 1985, ada 19 perusahaan industri melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio cukup besar, diantaranya 13 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%, dan 6 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 100%. Sisanya sebanyak 18 perusahaan melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio masing-masing sebesar nol persen yang dilakukan oleh 12 perusahaan dan 0 - 50% dilakukan 6 perusahaan.

Dengan demikian sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar modal di Singapura melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio tinggi dan sebagian lagi dengan Dividend Payout Ratio rendah.

Akhirnya keadaan pada tahun 1986, terdapat 13 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio nol persen, ini sama dengan 36,10% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Masih ada 6 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio 0 - 50%, masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 0 - 10%, 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 40 - 50%. Dengan demikian ada 19 perusahaan yang melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio yang rendah atau sama dengan 51,35% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Sisanya sebanyak 9 perusahaan melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% atau sama dengan 25,00% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, masing-masing 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70%, 70 - 80% dan 90 - 100% serta 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio masing-masing sebesar 50 - 60% dan 80 - 90%. Pada tahun 1986 sebagian besar perusahaan di Singapura melakukan kebijakan dividen dengan Dividend Payout Ratio cukup tinggi. Dengan demikian dapat dikatakan perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura sebagian besar

melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The-Bird-In-the-Hand Theory of Dividend Policy. Hal ini disebabkan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang membayar pajak tinggi dan dengan dikenakannya pajak tinggi terhadap capital-gain maka para pemegang saham menginginkan pembayaran dividen-kas yang tinggi agar terhindar pajak dari capital-gain. Disamping itu terdapat penekanan tingkat inflasi sampai pada tingkat cukup rendah dengan tingkat bunga deposito satu tahun yang relatif tetap maka tingkat suku bunga riil semakin meningkat.

5.3.4 Besarnya Dividend Payout Ratio Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.

Keadaan besarnya Dividend Payout Ratio perusahaan yang masuk Pasar Modal di Thailand pada tahun 1980 sampai dengan 1984 dapat dilihat dalam Lampiran : 56. Pada tahun 1980 jumlah perusahaan industri yang diteliti adalah 35 perusahaan dan sebanyak 21 perusahaan membagikan dividen antara 50 - 100% dari laba bersih yang diperoleh, 8 perusahaan membagikan dividen antara 30 - 50% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Dari 21 perusahaan tersebut masing-masing 5 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 90 - 100% dan 50 - 60% , masing-masing 4 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 60 - 70% dan 80 - 90%.

Sisanya adalah 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 70 - 80%. Malahan pada tahun ini terdapat masing-masing 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100% dan sama dengan nol persen. Dari 8 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 30 - 50% tersebut, masing-masing 4 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan 40 - 50%. Akhirnya pada tahun 1980 ada 3 perusahaan yang memperoleh keuntungan tetapi tidak membayarkan dividen. Besarnya Dividend Payout Ratio pada tahun 1981 sedikit lebih menyebar, di mana 20 perusahaan membagikan dividen antara 50 - 100% dari laba bersih perusahaan atau sama dengan 69,23% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Dari 20 perusahaan tersebut, 6 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 90 - 100% , 7 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70%, selebihnya masing-masing 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 80 - 90% dan 70 - 80% sedangkan sisanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 60% dan masing-masing 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 70 - 80% dan 80 - 90%. Perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% hanya 4 dan terdiri dari 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan 2 perusahaan lagi dengan Dividend Payout Ratio 40 - 50%. Malahan ada 7 perusahaan pada tahun ini membagikan dividen lebih besar dari laba yang diperoleh perusahaan pada tahun berjalan atau Dividend Payout Rationya lebih besar dari 100% dan ada 4 perusahaan dengan

Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen. Akhirnya ada 3 perusahaan yang menderita rugi tetapi terus membagikan dividen. Pada tahun 1982, ada 15 perusahaan membayarkan dividen antara 50 - 100% dan ini terdiri dari 6 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 80 - 90% , masing-masing 3 dan 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70% dan 70 - 80% , sedang sisanya sebanyak 4 perusahaan membayarkan dividen sebesar 50 - 60% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan atau Dividend Payout Rationya sebesar 50 - 60%. Malahan ada 9 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio lebih besar dari 100%, ini sama dengan 25,71% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti pada tahun tersebut. Sedangkan yang membagikan dividen antara 0 - 50% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan adalah hanya 4 dari 35 perusahaan industri yang diteliti dan ini sama dengan hanya 11,31%. Yang terbesar Dividend Payout Rationya adalah 40 - 50%, ini dilakukan oleh 3 perusahaan, sedangkan sisanya yaitu 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sebesar 30 - 40%. Di sini ada 3 perusahaan yang memperoleh keuntungan tetapi tidak membayarkan dividen kepada para pemegang saham dan akhirnya ada 7 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen. Gambaran pada tahun 1983 ada 19 perusahaan membagikan dividen antara 50 - 100% dari laba bersih yang diperoleh atau sama dengan 73,08% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti yaitu sebanyak 35 perusahaan. Yang terbanyak 6 perusahaan dengan

Dividend Payout Ratio 80 - 90% kemudian 5 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 60 - 70% dan masing-masing 3 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 50 - 60% dan 70 - 80%, sedangkan sisanya 1 perusahaan membagikan dividen sebesar 90 - 100% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Dividend Payout Ratio antara 0 - 50% dilakukan oleh 6 perusahaan, diantaranya 4 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 40 - 50%, masing-masing 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% dan 30 - 40%. Dalam tahun 1983 ada 2 perusahaan memperoleh keuntungan tetapi tidak membagikan dividen dan ada 1 perusahaan yang mengalami kerugian, tetapi tetap membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Akhirnya ada 8 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen. Pada tahun 1984, ada 19 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio antara 50 - 100% atau sama dengan 55,88% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti. Dari 19 perusahaan tersebut, 9 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 80 - 90%, 5 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 90 - 100% dan masing-masing 2 perusahaan membayarkan dividen sebesar 50 - 60% dan 60 - 70% dari laba bersih yang diperoleh perusahaan sedang sisanya 1 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 70- 80%.

Kemudian ada 4 perusahaan yang membayarkan dividen antara 0 - 50% atau 11,76% dari seluruh perusahaan industri yang diteliti, yaitu 2 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio 30 - 40% dan sisanya masing-masing 1 perusahaan

dengan Dividend Payout Ratio 20 - 30% dan 40 - 50%. Dalam tahun 1984 ada 4 perusahaan yang membagikan dividen-kas lebih besar dari 100% atas laba bersih yang diperoleh pada tahun yang berjalan dan 7 perusahaan dengan Dividend Payout Ratio sama dengan nol persen. Akhirnya ada 2 perusahaan yang memperoleh kerugian tetapi tetap membayarkan dividen dari 1 perusahaan yang memperoleh keuntungan tetapi tidak membayarkan dividen-kas.

Secara keseluruhan sebagian perusahaan industri yang masuk pasar modal di Thailand membayarkan dividen-kas yang cukup tinggi, ini berarti sesuai dengan The-Bird-In-The-Hand Theory. Keadaan di atas banyak disebabkan karena sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham, sehingga perusahaan harus membayarkan dividen-kas yang cukup tinggi disamping tidak cukup banyak peluang untuk memperoleh capital-gain karena adanya pembatasan harga saham yang tidak boleh naik dan turun lebih tinggi dari 10% setiap harinya. Dengan memperhatikan apa yang telah dijelaskan dalam kebijakan dividen di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand maka dapat disimpulkan bahwa untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Singapura dan Thailand sebagian besar perusahaan industri membagikan dividen-kas dalam jumlah yang besar dan hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-In-the-Hand Theory of Dividend Policy. Pelaksanaan kebijakan

dividen di atas ini untuk Singapura karena adanya pajak atas capital-gain yang cukup tinggi sehingga para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi lebih senang memperoleh dividen-kas yang tinggi. Berbeda halnya dengan para pemegang saham di Indonesia dan Thailand yang sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam kelompok mereka yang membeli saham dengan harapan dapat memperoleh pendapatan tetap disamping adanya Price Regulation yang dilakukan oleh penguasa Pasar Modal sehingga tidak mungkin untuk dapat memperoleh capital-gain cukup, karenanya para pemegang saham akan lebih senang kalau memperoleh dividen-kas yang tinggi sebagai alternatif dari menyimpan kekayaan dalam bentuk deposito dan bukan dengan perhitungan apakah tingkat bunga deposito lebih tinggi dengan apa yang dapat diberikan oleh perusahaan atau sebaliknya.

Di Indonesia tujuan adanya Pasar Modal adalah agar masyarakat mempunyai pilihan yang lebih banyak dalam menginvestasikan kelebihan dananya dan tidak menghendaki Pasar Modal sebagai tempat untuk melaksanakan spekulasi karenanya diadakanlah Price Regulation agar harga tidak bergerak naik dan turun demikian tajam untuk melindungi investor. Berdasarkan tujuan di atas, maka memang benar harga saham tidak bergerak ke atas dan kebawah terlalu tajam, tetapi Pasar Modal kurang bergairah bagi investor dan mendorong perusahaan untuk selalu membagikan dividen-kas yang tinggi sehingga pendapatan yang diperoleh dari

dividen tidak lebih rendah dari apa yang dapat diperoleh dengan mendepositokan dananya.

Berbeda halnya dengan perusahaan yang masuk Pasar Modal di Malaysia, sebagian besar perusahaan membagikan dividen-kas yang rendah kepada para pemegang saham dan di sini sebagian besar perusahaan melakukan kebijakan dividen sesuai dengan The Residual Theory of Dividend Policy. Hal ini disebabkan karena adanya pajak dividen yang cukup tinggi, sehingga para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak tinggi lebih senang kalau perusahaan membagikan dividen-kas yang tinggi agar pendapatannya tidak terkena pajak. Walaupun demikian perusahaan masih tetap membayarkan dividen-kas untuk memenuhi keinginan para pemegang saham yang mengharapkan dengan membeli saham dapat memperoleh pendapatan tetap. Ternyata di Singapura dan Malaysia, lebih cenderung untuk melakukan kebijakan perpajakan (Tax Policy) baik dalam bentuk capital-gain Tax maupun Dividend Tax yang cukup tinggi, sedangkan di Indonesia dan Thailand lebih cenderung melakukan Price Regulation dengan menetapkan bahwa harga saham hanya boleh bergerak keatas dan kebawah sebesar 4% (Indonesia) dan 10% (Thailand). Kebijakan penetapan harga saham ini lebih cenderung untuk tujuan agar tidak terjadi gerakan harga yang terlalu tajam dan melindungi para investor dari kerugian harga yang terlalu tinggi.

B A B VI

ANALISIS HASIL PENELITIAN DENGAN MENGGUNAKAN MODEL

Dengan memperhatikan uraian variabel-variabel yang digunakan dalam estimasi spesifikasi model multiple regression analysis, maka dapat diperoleh hasil estimasi baik untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand untuk jangka waktu sesuai dengan penelitian yang dilakukan dan data yang diperoleh di masing-masing negara. Karena tidak mungkin mengadakan analisis secara keseluruhan dalam 1 model, maka analisis dilakukan hanya menggunakan 2 variabel bebas untuk setiap model, dengan Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai variabel bebas yang terus menerus diuji pengaruhnya terhadap harga saham dan mengganti-ganti variabel bebas lainnya yaitu Return On Investment (X_2) dengan Return On Equity (X_3), Debt Ratio (X_4), Debt to Equity Ratio (X_5), Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Total Debt to Equity Ratio (X_7) pada setiap model. Hal di atas dilakukan karena analisis lebih banyak ditekankan pada pengaruh kebijakan dividen terhadap perubahan harga saham.

6.1 Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Indonesia.

6.1.1 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Untuk dapat mengetahui fungsi manajemen pembelanjaan yang mempengaruhi harga saham perusahaan industri yang masuk Pasar Modal digunakan perangkat analisis multipel regresi. Analisis model I (pertama) sesuai Tabel : 6.1 menunjukkan hasil perhitungan F-rasio selama 8 (delapan) tahun berturut-turut dari tahun 1980 sampai dengan 1987 antara 0.281 sampai dengan 3.394. Sedangkan F-rasio Tabel selama 8 (delapan) tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.80 sampai dengan 9.55 untuk tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil tersebut di atas menunjukkan bahwa F-rasio perhitungan selama 8 (delapan) tahun berturut-turut lebih kecil dari F-rasio Tabel sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas meliputi Return On Investment (X2) dan Dividend Payout Ratio (X1) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Disamping itu dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 8 tahun yang berkisar antara 0.049 sampai dengan 0.644 yang berarti hanya 4.9% sampai dengan 64.4% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan

oleh variasi kedua variabel bebasnya. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang positif/searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda negatif, maka ini mempunyai pengaruh yang negatif/ berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Investment (ROI) tinggi, para pemegang saham lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru, dibandingkan dengan dibagikan kepada para pemegang saham dan kemudian diinvestasikan sendiri dengan tingkat suku bunga deposito yang lebih rendah. Dengan adanya keadaan yang demikian ini, akan dapat mendorong harga saham meningkat di Pasar Modal. Selanjutnya, semakin rendah Return On Investment (ROI) maka para pemegang saham akan lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja kepada para pemegang saham untuk diinvestasikan sendiri. Berbeda halnya dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen-kas yang dibayarkan maka akan dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan tingginya dividen-kas maka para pemegang saham yang tergolong menginginkan pendapatan tetap berharap harga saham di Pasar Modal akan meningkat. Sebaliknya, semakin kecil dividen-kas yang dibayarkan maka

para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi percaya bahwa perusahaan sudah mempunyai rencana investasi yang lebih menguntungkan sehingga akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar dikemudian hari daripada diinvestasikan sendiri oleh para pemegang saham dan kebijakan dividen ini sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy, sehingga akan berakibat dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal.

Dari hasil perhitungan dapat dilihat koefisien regresi b_2 sebagian besar bertanda positif dan hanya pada tahun 1981 dan 1983 menunjukkan tanda negatif. Ini berarti terjadi perubahan-perubahan yaitu penurunan Return On Investment (X_2) di beberapa perusahaan yang cukup besar. Selanjutnya, perhitungan koefisien regresi b_1 pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda positif dan pada tahun 1980, 1985, 1986 dan 1987 bertanda negatif. Ini memberi petunjuk ada perubahan dalam kebijakan dividen. Hal ini dapat diartikan, dengan tingginya dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham diharapkan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal (sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy), tetapi hasilnya adalah berlawanan. Keadaan ini diduga akibat adanya pengaturan harga saham (Price Regulation) dan diskriminasi pajak atas dividen (pendapatan atas dividen dikenakan pajak sedangkan pendapatan dari bunga deposito bebas pajak), keadaan ekonomi yang labil yang tercermin

dari sering terjadinya perubahan-perubahan kebijakan ekonomi dan moneter, sehingga pengaruh kebijakan dividen menjadi berlawanan dengan perubahan harga saham. Untuk tahun 1981 dan 1983, koefisien regresi b_2 mempunyai tanda negatif dan keadaan ini diduga akibat adanya penurunan Return On Investment (X_2) beberapa perusahaan industri sampai pada tingkat yang cukup rendah yaitu nol persen dan malahan negatif (ini disebabkan perusahaan industri tersebut mengalami kerugian), disamping adanya tingkat suku bunga deposito 1 tahun mulai meningkat akibat dihapusnya penetapan suku bunga oleh Bank Indonesia yang kemudian sepenuhnya ditentukan oleh Bank masing-masing. Selain itu dapat dilihat bahwa b_0 sebagai parameter konstanta mempunyai tanda negatif dan ini diduga karena ada beberapa saham perusahaan harganya sampai dibawah harga perdana disamping banyak saham perusahaan mengalami penurunan harga. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebas, karena hal tersebut belum memenuhi asumsi seperti disebutkan dalam Bab III, bila tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol atau tidak. Untuk keperluan ini dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 adalah +2.528 sedangkan t-tabel hanya

sebesar +2.262. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y). Demikian juga pada tahun 1987 hasil perhitungan t-test sebesar -2.368 sedangkan t-tabel sebesar -2.179. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tarap nyata 5% atau 0.05.

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 dan 1987 yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol. Hal ini diduga karena harga saham tidak boleh bergerak keatas dan kebawah lebih besar dari 4% dan untuk tahun 1983 disebabkan tingkat suku bunga deposito 1 tahun masih amat rendah karena ditetapkan oleh Bank Indonesia sehingga dividen-kas yang tinggi lebih menarik bagi para investor yang tergolong ingin memperoleh pendapatan tetap dalam membeli saham. Golongan pemegang saham seperti ini merupakan yang terbesar jumlahnya di Pasar Modal (PT. Danareksa, Asuransi dan Dana Pensiun). Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama dalam seluruh tahun untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham di Pasar Modal.

Selain itu bila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2) maka Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan antara 0.010 sampai dengan 0.643 sedangkan Return

On Investment (X_2) memberikan sumbangan antara 0.000 sampai dengan 0.359. Secara rinci dapat dijelaskan bahwa Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar pada tahun 1980, 1982, 1983, 1984 dan 1987 terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Return On Investment (X_2). Hal ini terjadi karena dividen-kas yang dibayarkan cukup besar dan sebagian terbesar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham di Pasar Modal (PT. Danareksa, Asuransi dan Dana Pensiun). Untuk tahun 1981, 1985 dan 1986 Return On Investment (X_2) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Keadaan ini diduga akibat dari rendahnya suku bunga deposito 1 tahun pada tahun 1981 (karena ditetapkan oleh Bank Indonesia) dan pada tahun 1985 dan 1986 karena adanya peningkatan efisiensi perusahaan yang tercermin dari semakin meningkatnya Return On Investment (X_2) yang diperoleh perusahaan.

TABEL : 6.1
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 RETURN ON INVESTMENT TERHADAP DIVIDEN/PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI INDONESIA
 1980 - 1987
 - (MODEL I)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - Test			Partial ²		F-label	t-label	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b0	b1	b2	11	12				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1980	0.644	2.538	-1.297	0.690	2.711	0.813	1.591	-2.323	0.931	-0.802	0.474	9.55	1 2.774	6	(Y) = 2.538 (11)0.000 (12)0.000
		1.595	0.358	0.741			0.210	0.103	0.420	0.643	0.224				
1981	0.403	0.529	0.451	-0.605	1.868	0.267	0.427	0.358	-1.204	0.249	-0.316	8.94	1 2.571	7	(Y) = 0.529 (11)0.000 (12)0.000
		1.237	0.809	0.502			0.691	0.407	-0.294	0.072	0.267				
1982	0.112	1.435	0.319	0.024	0.570	0.585	0.871	0.300	0.836	0.099	0.012	4.26	1 2.220	12	(Y) = 1.435 (11)0.019 (12)0.000
		1.649	1.063	0.671			0.467	0.771	0.972	0.010	0.000				
1983	0.459	-0.034	1.779	-0.813	3.394	0.086	-0.034	2.528	-1.522	0.466	-0.674	4.46	1 2.262	11	(Y) = -0.034 (11)0.000 (12)0.000
		0.951	0.704	0.403			0.972	0.035	0.167	0.444	0.224				
1984	0.123	1.057	0.561	0.110	0.914	0.425	1.255	1.351	0.380	0.251	0.105	3.80	1 2.145	16	(Y) = 1.057 (11)0.000 (12)0.000
		0.842	0.413	0.290			0.232	0.200	0.710	0.123	0.011				
1985	0.049	0.835	-0.163	0.166	0.281	0.760	0.834	-0.334	0.494	-0.101	0.147	3.98	1 2.179	14	(Y) = 0.835 (11)0.000 (12)0.000
		0.978	0.484	0.337			0.411	0.743	0.631	0.010	0.022				
1986	0.210	0.664	-0.303	0.328	1.461	0.274	0.915	-1.121	1.275	-0.320	0.359	3.98	1 2.179	14	(Y) = 0.664 (11)0.000 (12)0.000
		0.726	0.341	0.257			0.380	0.206	0.229	0.103	0.129				
1987	0.381	0.847	-0.581	0.324	3.380	0.072	1.296	-2.368	1.298	-0.581	0.344	3.98	1 2.179	14	(Y) = 0.847 (11)0.000 (12)0.000
		0.654	0.245	0.249			0.221	0.037	0.221	0.338	0.133				

6.1.2 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X3) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model II (dua) sesuai Tabel : 6.2 menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio selama 8 (delapan) tahun berturut-turut dari tahun 1980 sampai dengan 1987 memperlihatkan hasil perhitungan antara 0.859 sampai dengan 17.240 sedangkan F-rasio Tabel selama 8 (delapan) tahun menunjukkan nilai antara 3.80 sampai dengan 9.55 untuk tarap nyata 0.05 atau 5%. Dengan melihat hasil tersebut di atas ini, ditunjukkan bahwa F-rasio hasil perhitungan selama 8 (delapan) tahun berturut-turut lebih kecil dari F-rasio Tabel sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yang meliputi Return On Equity (X3) dan Dividend Payout Ratio (X1) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, kecuali pada tahun 1980. Setelah membandingkan F-rasio hasil perhitungan dengan F-rasio Tabel, selanjutnya dapat dilihat perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 8 tahun berturut-turut antara 0.135 sampai dengan 0.920 dan ini berarti 13.5% sampai dengan 92.00% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Selain itu dapat dijelaskan bahwa pada tahun 1980 perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.920 dan ini berarti 92.00% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu

Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Keadaan ini diduga disebabkan karena suku bunga deposito 1 tahun masih rendah karena ditetapkan oleh Bank Indonesia, sedangkan besarnya Return On Equity cukup tinggi dan sebagian besar perusahaan membagikan dividen-kas yang cukup tinggi sehingga kedua variabel bebas tersebut masih dapat digunakan sebagai petunjuk perubahan harga saham. Tetapi pada tahun 1981 sampai dengan 1987 perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) antara 0.135 sampai dengan 0.459 dan ini berarti dari tahun 1981 sampai dengan 1987 hanya 13.5% sampai 45.90% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh kedua variabel bebasnya. Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda positif maka ini berarti kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda negatif maka dapat diartikan kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Equity (X_3) tinggi maka perusahaan industri tersebut dikatakan menggunakan Equitynya dengan efisien dan efektif sehingga para pemegang saham percaya bahwa dikemudian hari perusahaan akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar. Akibatnya, harga saham dapat naik di Pasar Modal. Demikian juga keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Return On Equity (X_3) rendah, ini berarti perusahaan industri tersebut tidak

dapat menggunakan Equitynya secara efisien dan efektif. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan dividen dengan membayarkan dividen-kas yang tinggi dan ini sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan membagikan dividen-kas yang tinggi diharapkan harga saham dapat meningkat.

Setelah melihat hasil perhitungan pada Tabel : 6.2 maka dapat dikatakan koefisien regresi b_3 pada tahun 1980, 1982, 1984, 1985, 1986 dan 1987 bertanda positif. Keadaan ini diduga disebabkan perusahaan industri sebagian besar memperoleh Return On Equity (X_3) cukup tinggi. Tetapi pada tahun 1981 dan 1983 koefisien regresi b_3 bertanda negatif. Hal ini diduga perusahaan industri mengalami penurunan Return On Equity (X_3) karena adanya peningkatan suku bunga pinjaman, sehingga biaya tetap naik dan kemudian menurunkan laba bersih perusahaan. Keadaan koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1986 dan 1987 bertanda negatif. Keadaan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan mengalami penurunan malahan beberapa perusahaan tidak membayarkan dividen-kas. Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio dan koefisien determinasi (R^2) kiranya masih belum cukup untuk dapat digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk itu perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan

menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) dan Return On Equity (X_3) pada tahun 1980 adalah -3.928 dan +3.770 sedangkan t-tabel hanya sebesar ± 2.776 . Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka Dividend Payout Ratio (X_1) dan Return On Equity (X_3) secara bersama-sama adalah signifikan dalam mempengaruhi Harga saham (Y). Demikian juga pada tahun 1987 hasil perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) sebesar -2.264 sedangkan t-tabel sebesar -2.179. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tarap nyata 5% atau 0.05. Selanjutnya berdasarkan hasil pengujian hanya pada tahun 1980 dan 1987 Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai salah satu variabel bebas mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Return On Equity sebagai salah satu variabel bebas lainnya hanya pada tahun 1980 koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol.

Pada tahun 1981 sampai dengan 1986 tidak satupun variabel bebasnya mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sehingga kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Hal tersebut di atas ini akibat dari adanya pengaturan harga yaitu harga saham tidak boleh bergerak naik ataupun turun melebihi 4% setiap harinya, disamping ada perbedaan perlakuan antara

penghasilan yang diperoleh dari dividend-kas dan bunga deposito. Disini penghasilan dari bunga deposito tidak dikenakan pajak penghasilan, sedangkan penghasilan dari dividen-kas dikenakan pajak penghasilan. Agar perhitungan menjadi lebih lengkap, perlu dilihat juga besarnya koefisien determinasi parsial (r^2) dari kedua variabel bebas yaitu Dividend Payout Ratio (X_1) dan Return On Equity (X_3). Disini Return On Equity mempunyai sumbangan antara 0.046 sampai dengan 0.826, sedangkan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan antara 0.020 sampai dengan 0.836. Ternyata selama 8 tahun berturut-turut Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan yang lebih besar pada tahun 1980, 1982, 1983, 1984, 1986 dan 1987 terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Return On Equity (X_3). Ini dapat terjadi karena adanya pembagian dividen-kas yang cukup besar dan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan untuk memperoleh pendapatan tetap dalam membeli saham. Sedangkan untuk tahun 1981 dan 1985 Return On Equity (X_3) mempunyai sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Keadaan ini dapat terjadi karena adanya penurunan pembayaran dividen-kas

TABEL : 6.2
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
RETURN ON EQUITY (X3) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI INDONESIA
1980 - 1987
(MODEL II)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	K	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b3			b0	b1	b3	t1	t3				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1980	0.920	3.722	-0.987	1.310	17.240	0.023	5.123	-3.928	3.770	-0.914	0.909	9.55	1 2.774	6	Y _t = 3.722 (X1) ^{-0.987} (X3) ^{1.310}
		0.727	0.251	0.401			0.014	0.029	0.033	0.036	0.024				
1981	0.459	-0.082	0.149	-1.139	1.494	0.293	-0.044	0.540	-1.101	0.270	-0.402	4.94	1 2.571	7	Y _t = -0.082 (X1) ^{0.149} (X3) ^{-1.139}
		1.070	0.837	1.034			0.406	0.967	0.323	0.073	0.233				
1982	0.163	2.443	1.380	0.694	0.075	0.450	1.519	0.948	0.737	0.301	0.239	4.26	1 2.220	12	Y _t = 2.443 (X1) ^{1.380} (X3) ^{0.694}
		1.740	1.244	0.941			0.143	0.348	0.400	0.091	0.057				
1983	0.354	0.406	1.430	-0.524	2.100	0.175	0.345	1.993	-0.796	0.376	-0.271	4.44	1 2.242	11	Y _t = 0.406 (X1) ^{1.430} (X3) ^{-0.524}
		1.294	0.717	0.650			0.739	0.001	0.449	0.332	0.073				
1984	0.235	1.940	0.000	0.574	1.949	0.179	2.230	1.002	1.419	0.463	0.366	3.00	1 2.145	16	Y _t = 1.940 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.574}
		0.873	0.425	0.405			0.044	0.002	0.179	0.214	0.134				
1985	0.261	2.103	0.233	0.025	1.762	0.220	2.072	0.479	1.756	0.143	0.440	3.90	1 2.179	14	Y _t = 2.103 (X1) ^{0.233} (X3) ^{0.025}
		1.015	0.407	0.470			0.043	0.641	0.107	0.020	0.219				
1986	0.135	0.101	-0.370	0.164	0.059	0.450	0.203	-1.033	0.729	-0.297	0.215	3.90	1 2.179	14	Y _t = 0.101 (X1) ^{-0.370} (X3) ^{0.164}
		0.495	0.350	0.224			0.043	0.324	0.401	0.000	0.044				
1987	0.366	0.750	-0.559	0.365	3.172	0.002	1.100	-2.244	1.170	-0.544	0.335	3.90	1 2.179	14	Y _t = 0.750 (X1) ^{-0.559} (X3) ^{0.365}
		0.643	0.247	0.310			0.263	0.045	0.264	0.310	0.112				

6.1.3 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X_4) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model III (tiga) sesuai Tabel : 6.3 ditunjukkan bahwa perhitungan F-rasio selama 8 (delapan) tahun terus menerus dari tahun 1980 sampai dengan 1987 menunjukkan hasil perhitungan antara 1.141 sampai dengan 3.891. Sedangkan F-rasio Tabel dari tahun 1980 sampai dengan 1987 menunjukkan nilai antara 3.80 sampai dengan 9.55 untuk tarap nyata 0.05 atau 5%. Dengan melihat hasil tersebut di atas ini, ternyata F-rasio perhitungan selama 8 (delapan) tahun berturut-turut lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama kedua variabel bebas yang meliputi Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham.

Demikian juga keadaan hasil perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) antara 0.156 sampai dengan 0.641 dan ini dapat diartikan hanya 15,6% sampai dengan 64,1% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) selama tahun 1980 sampai dengan 1987.

Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah

dengan perubahan harga saham. Apabila koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan dengan perubahan harga saham. Secara teoritis apabila Debt Ratio (X_4) tinggi, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan pinjaman dan risiko finansial perusahaan menjadi tinggi, sehingga harga saham akan turun di Pasar Modal. Demikian pula kalau terjadi keadaan sebaliknya yaitu Debt Ratio (X_4) rendah maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan equity dan risiko finansial perusahaan menjadi rendah sehingga harga saham akan meningkat di Pasar Modal. Hasil perhitungan menunjukkan koefisien regresi b_4 pada tahun 1986 dan 1987 saja yang bertanda negatif dan hal ini diduga karena sebagian besar perusahaan industri bekerja dengan Debt Ratio (X_4) yang semakin besar, khususnya penggunaan pinjaman jangka pendek yang semakin tinggi, adanya ketidak stabilan ekonomi dan moneter sehingga tidak memungkinkan perusahaan menggunakan pinjaman jangka panjang. Untuk perhitungan koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1985, 1986 dan 1987 menunjukkan tanda negatif dan ini diduga karna dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham semakin kecil, adanya pelepasan penentuan suku bunga deposito oleh Bank Indonesia kepada Bank masing-masing.

Disamping itu koefisien regresi b_0 pada tahun 1986 dan 1987 bertanda negatif dan ini diduga karena harga saham beberapa perusahaan di Pasar Modal terus menurun, malahan

ada beberapa saham perusahaan turun sampai dibawah harga perdana.

Walaupun telah diketahui hasil perhitungan F-rasio dan koefisien determinasi (R^2), kiranya masih belum cukup untuk dapat digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol atautkah tidak. Oleh karena itu, perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 adalah +2.732 sedangkan t-tabel hanya sebesar +2.262. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y). Demikian juga pada tahun 1987 hasil perhitungan t-test sebesar -2.190 sedangkan t-tabel sebesar -2.179. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tarap nyata 5% atau 0.05.

Selanjutnya berdasarkan hasil pengujian, hanya Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 sebagai salah satu variabel bebas yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol. Hal ini diduga karena harga saham tidak boleh bergerak naik ataupun turun lebih besar dari 4%, pembayaran dividen-kas yang cukup besar disamping suku bunga deposito masih ditentukan oleh Bank Indonesia

sehingga tingkat bunganya sangat rendah. Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Kesemua ini disebabkan adanya pengaturan harga oleh Bapepam yang menetapkan bahwa harga hanya boleh naik dan turun sebesar 4% setiap harinya, disamping adanya diskriminasi dalam pengenaan pajak penghasilan. Kalau pendapatan dari bunga deposito tidak dikenakan pajak penghasilan maka pendapatan dari dividen dikenai pajak penghasilan. Agar apa yang dijelaskan di atas ini lebih jelas dan lengkap, maka perlu dilihat pula besarnya koefisien determinasi parsial (r^2) dari kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1); ternyata kedua variabel bebas tersebut mempunyai sumbangan yang positif, yaitu Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan antara 0.050 sampai dengan 0.483 dan Debt Ratio (X_4) mempunyai sumbangan antara 0.034 sampai dengan 0.284. Secara rinci dapat dikatakan pada tahun 1980, 1983, 1984, 1986 dan 1987 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt Ratio (X_4). Keadaan ini terjadi karena dividen-kas yang dibayarkan cukup tinggi disamping peranan pinjaman dalam total asset perusahaan besar sekali, sehingga risiko finansial perusahaan tinggi.

Sedangkan pada tahun 1981, 1982 dan 1985 Debt Ratio (X_4) mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini disebabkan peranan pinjaman dalam total asset perusahaan semakin mengecil sehingga risiko finansial menjadi kecil disamping adanya kelesuan di bidang ekonomi dan moneter serta adanya pengenaan pajak atas pendapatan dari dividen.

TABEL : 6.3
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT RATIO (X₄) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X₁)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI INDONESIA
-1980 - 1987
(MODEL III)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b4			b0	b1	b4	z1	z4				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial	Partial				
1980	0.441	1.000	-0.050	0.427	2.474	0.215	2.022	-1.430	0.913	-0.437	0.466	9.55	1 2.776	8	(Y) = 1.000 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.094	0.600	0.440			0.134	0.248	0.429	0.405	0.217				
1981	0.495	2.740	0.711	0.030	1.943	0.255	3.030	1.019	1.260	0.454	0.533	6.94	1 2.571	7	(Y) = 2.740 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.721	0.490	0.445			0.010	0.344	0.274	0.204	0.204				
1982	0.213	1.975	0.103	0.600	1.210	0.340	3.181	0.680	1.073	0.223	0.337	4.26	1 2.220	12	(Y) = 1.975 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.421	0.244	0.634			0.011	0.509	0.311	0.050	0.113				
1983	0.493	2.524	1.937	1.140	3.091	0.066	3.301	2.732	1.734	0.695	0.523	4.44	1 2.262	11	(Y) = 2.524 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.747	0.709	0.462			0.010	0.024	0.121	0.403	0.273				
1984	0.154	1.045	0.516	0.330	1.204	0.331	2.405	0.130	0.111	0.340	0.220	3.00	1 2.145	16	(Y) = 1.045 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.435	0.396	0.417			0.032	0.215	0.432	0.114	0.040				
1985	0.172	0.904	-0.322	0.591	1.141	0.355	1.970	-0.764	1.304	-0.225	0.305	3.90	1 2.179	14	(Y) = 0.904 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.459	0.421	0.427			0.074	0.461	0.194	0.050	0.140				
1986	0.202	-1.032	-0.524	-0.976	1.391	0.209	-1.402	-1.454	-1.223	-0.401	-0.361	3.98	1 2.179	14	(Y) = -1.032 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.734	0.360	0.790			0.109	0.174	0.247	0.161	0.130				
1987	0.310	-0.310	-0.568	-0.352	2.470	0.130	-0.490	-2.190	-0.621	-0.551	-0.104	3.90	1 2.179	14	(Y) = -0.310 (X1) ^{0.000} (X4) ^{0.000}
		0.622	0.259	0.564			0.120	0.051	0.547	0.304	0.034				

6:1.4 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Equity Ratio (X5) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model IV (empat) sesuai Tabel : 6.4 ditunjukkan bahwa hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1987 antara 0.701 sampai dengan 4.892, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 4.46 sampai dengan 19.00 untuk tarap nyata 0.05 atau 5%. Dengan melihat nilai tersebut di atas ini, ternyata F-rasio perhitungan dari tahun 1980 sampai dengan 1987 lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yang terdiri dari Debt to Equity Ratio (X5) dan Dividend Payout Ratio (X1) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Selanjutnya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 8 tahun yang berkisar antara 0.167 sampai dengan 0.633 dan dapat diartikan 16.7% sampai dengan 63.3% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda negatif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Equity Ratio (X5) tinggi, maka sebagian besar struktur

modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan adalah tinggi dan akan berakibat harga saham di Pasar Modal turun. Berbeda halnya dengan Debt to Equity Ratio (X_5) rendah, maka ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity, sehingga risiko finansial perusahaan rendah dan hal ini akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Dari hasil perhitungan dapat dilihat koefisien regresi b_5 untuk seluruh tahun bertanda positif. Hal ini diduga karena Debt to Equity Ratio (X_5) rendah. Untuk koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1985, 1986 dan 1987 bertanda negatif. Hanya pada tahun 1982, 1983 dan 1984 koefisien regresi b_1 bertanda positif. Hal ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan baik dibidang ekonomi dan moneter maupun kebijakan dividen perusahaan. Untuk koefisien regresi b_1 bertanda negatif diduga karena adanya penurunan pembagian dividen-kas disamping adanya pengenaan pajak atas dividen sedangkan pendapatan dari deposito tidak dikenakan pajak. Sedangkan koefisien regresi b_1 bertanda positif diduga karena dividen-kas yang dibagikan cukup tinggi disamping tingkat suku bunga deposito masih rendah karena ditentukan oleh Bank Indonesia. Pada tahun 1986 b_0 sebagai parameter konstanta bertanda negatif dan ini diduga karena harga saham terus menerus mengalami penurunan, malahan ada beberapa saham perusahaan harganya dibawah harga perdana.

Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio dan koefisien determinasi (R^2) kiranya masih belum cukup untuk dipergunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Oleh karena itu, perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) dan Debt to Equity Ratio (X_5) pada tahun 1980 sampai 1987 adalah antara ± 0.374 sampai ± 1.938 sedangkan t-tabel sebesar antara ± 2.262 sampai dengan ± 3.182 . Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka Dividend Payout Ratio (X_1) dan Debt to Equity Ratio (X_5) tidak signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y). Dari apa yang dihasilkan dalam pengujian, tidak satupun variabel bebasnya yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sehingga kedua variabel bebasnya yaitu Debt to Equity Ratio (X_5) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Hal ini disebabkan karena adanya pengaturan harga saham yang tidak boleh bergerak naik dan turun melebihi 4% setiap harinya dan adanya diskriminasi pengenaan pajak penghasilan atas dividen-kas dan bunga deposito. Pendapatan atas bunga deposito tidak dikenakan pajak penghasilan dan pendapatan berupa dividen-kas

dikenakan pajak penghasilan. Disamping itu investor belum melihat adanya pengaruh cara pembelanjaan terhadap harga saham serta keadaan perekonomian di Indonesia masih belum stabil dan ini terlihat dari seringnya ada perubahan peraturan seperti adanya Devaluasi tahun 1983 dan 1986 serta Knop-15. Akibatnya timbul kelesuan investor untuk mengadakan transaksi jual beli saham sehingga sebagian besar investor hanya bersifat menunggu dan mengharapkan pendapatan dari dividen belaka. Untuk lebih jelasnya apa yang diuraikan di atas ini maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsial (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata kedua variabel bebas tersebut mempunyai sumbangan yang positif terhadap perubahan harga saham, namun Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan yang lebih besar pada tahun 1983, 1985, 1986 dan 1987 terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Equity Ratio. Hal ini disebabkan dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham cukup tinggi dan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham. Akhirnya pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 Debt to Equity Ratio (X_5) mempunyai pengaruh yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini disebabkan kecilnya komponen pinjaman jangka panjang dalam struktur modal perusahaan sehingga risiko finansial perusahaan amat rendah.

TABEL 1 8.4
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT TO EQUITY RATIO (X5) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP STINGKRAUBMARTIBANMADOCBAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI INDONESIA
1980 - 1987
(MODEL IV)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	n	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b5			b0	b1	b5	xi	xi5				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1980	0.633	1.722	-0.621	0.327	1.722	0.367	1.619	-0.696	0.778	-0.542	0.402	19.00	1 3.102	5	(Y) = 1.722 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		1.222	0.092	0.420			0.257	0.550	0.510	0.193	0.232				
1981	0.397	3.674	-1.252	1.010	2.224	0.224	3.127	-0.755	1.490	-0.400	0.652	9.35	1 2.776	6	(Y) = 3.674 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		1.175	1.657	0.603			0.052	0.505	0.231	0.160	0.425				
1982	0.167	1.060	0.151	0.196	0.701	0.520	2.927	0.475	0.755	0.177	0.274	4.74	1 2.306	10	(Y) = 1.060 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.430	0.319	0.240			0.022	0.649	0.475	0.031	0.075				
1983	0.200	1.047	1.170	0.102	1.164	0.374	2.429	1.459	0.045	0.512	0.333	5.14	1 2.365	9	(Y) = 1.047 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.703	1.150	0.210			0.039	0.195	0.420	0.242	0.111				
1984	0.204	1.432	0.197	0.317	1.100	0.240	2.064	0.374	1.607	0.131	0.512	4.66	1 2.262	11	(Y) = 1.432 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.500	0.520	0.100			0.021	0.719	0.130	0.017	0.242				
1985	0.620	1.055	-1.675	0.292	4.092	0.055	1.070	-1.930	1.766	-0.620	0.505	5.14	1 2.362	9	(Y) = 1.055 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.544	0.045	0.166			0.111	0.101	0.120	0.305	0.342				
1986	0.101	-0.291	-0.480	0.013	0.775	0.496	-0.391	-1.175	0.100	-0.406	0.060	4.74	1 2.306	10	(Y) = -0.291 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.753	0.392	0.261			0.700	0.279	0.063	0.163	0.005				
1987	0.412	0.194	-0.565	0.013	1.100	0.617	0.127	-0.965	0.006	-0.407	0.049	9.35	1 2.776	6	(Y) = 0.194 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		1.524	0.505	0.496			0.907	0.406	0.937	0.237	0.002				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Diwawak Keball.

6.1.5 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Capitalization Ratio (X₆) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model V (lima) sesuai Tabel : 6.5 ditunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1987 antara 0.612 sampai dengan 4.533, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut dengan tarap nyata 0.05 atau 5% mempunyai nilai antara 4.46 sampai dengan 19.00. Dengan melihat hasil tersebut di atas ini ternyata hasil perhitungan F-rasio lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama kedua variabel bebas yang terdiri dari Debt to Capitalization Ratio (X₆) dan Dividend Payout Ratio (X₁) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham di Pasar Modal. Disamping itu dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) antara 0.149 sampai dengan 0.671 dan ini dapat diartikan 14.90% sampai dengan 67.10% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X₆) dan Dividend Payout Ratio (X₁). Selanjutnya dapat pula dijelaskan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda negatif maka ini

berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Capitalization Ratio (X_6) tinggi, maka sebagian besar Capitalization perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan akibatnya harga saham perusahaan akan menurun di Pasar Modal. Keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Debt to Capitalization Ratio (X_6) rendah, sehingga risiko finansial perusahaan kecil sehingga akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Apa yang dilihat dalam Tabel : 6.5, yaitu koefisien regresi b_6 selama 8 tahun berturut-turut positif. Hal ini disebabkan sebagian terbesar perusahaan bekerja dengan menggunakan equity sebagai komponen terbesar dalam Capitalization perusahaan. Selain itu dapat juga dilihat koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1985, 1986 dan 1987 mempunyai tanda negatif. Keadaan ini diduga karena pada tahun 1980 pembayaran dividen-kas masih rendah disamping adanya pengenaan pajak atas penerimaan dividen. Sedangkan pada tahun 1985, 1986 dan 1987 karena adanya peningkatan suku bunga deposito dan pengenaan pajak atas penerimaan dividen. Akhirnya b_0 yang merupakan parameter konstanta pada tahun 1986 mempunyai tanda negatif dan ini diduga karena beberapa saham perusahaan harganya menurun sampai dibawah harga perdana dan sebagian besar saham perusahaan harganya menurun di Pasar Modal.

Walaupun telah diketahui hasil perhitungan F-rasio dan koefisien determinasi (R^2) kiranya masih belum cukup untuk digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Oleh karena itu, perlu dilakukan pengujian hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) dan Debt to Capitalization Ratio (X_6) pada tahun 1980 sampai dengan tahun 1987 adalah ± 0.363 sampai dengan ± 2.141 dan ± 0.088 sampai dengan ± 1.645 sedangkan t-tabel sebesar ± 2.306 sampai dengan ± 3.182 . Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka Dividend Payout Ratio (X_1) dan Debt to Capitalization Ratio (X_6) tidak signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y).

Dari apa yang dihasilkan dalam pengujian, tidak satupun variabel bebasnya yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sehingga kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Hal ini disebabkan adanya pengaturan harga saham oleh Bapepam dengan pembatasan harga saham tidak boleh naik ataupun turun lebih besar dari 4% setiap harinya, disamping adanya diskriminasi pengenaan pajak penghasilan dari pendapatan bunga

deposito dengan pendapatan atas dividen-kas. Pendapatan atas bunga deposito dibebaskan dari pajak penghasilan, sedangkan pendapatan atas dividen-kas dikenakan pajak penghasilan sebesar 15%. Demikian pula mengenai keadaan ekonomi Indonesia yang masih sering terjadi perubahan seperti adanya Devaluasi dan Knop-15.

Agar lebih jelas apa yang diuraikan di atas ini, masih perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Ternyata kedua variabel bebas tersebut mempunyai sumbangan yang positif terhadap perubahan harga saham, hanya saja Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan yang lebih besar pada tahun 1983, 1985, 1986 dan 1987. hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan cukup tinggi. Sedangkan Debt to Capitalization Ratio (X_6) mempunyai sumbangan yang lebih besar pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984. Keadaan ini diduga karena beberapa perusahaan sama sekali tidak menggunakan pinjaman jangka panjang dalam Capitalization perusahaan sehingga risiko finansilnya amat rendah.

TABEL : 6.5
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 DEBT TO CAPITALIZATION RATIO (X6) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI INDONESIA
 1980 - 1987
 (MODEL V)

Tahun	PARAMETER			Sig - F	t - test			Partial r		F-tabel	t-tabel	n	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
	b0	b1	b6		b0	b1	b6	r1	r6				
	Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.	Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partiale	Partiale					
1980	2.465	-0.521	0.501	1.657	-0.405	0.955	-0.399	0.539	19.00	± 3.182	5	(Y) = 2.465 (11)-0.521 (16)0.501	
	1.187	0.041	0.524	0.239	0.607	0.441	0.155	0.313					
1981	4.210	-1.440	1.403	2.575	-0.873	1.504	-0.450	0.454	9.55	± 2.774	6	(Y) = 4.210 (11)-1.440 (16)1.403	
	1.031	1.079	0.932	0.082	0.117	0.229	0.293	0.131					
1982	1.070	0.101	0.105	2.516	0.570	0.110	0.215	0.235	4.74	± 2.306	10	(Y) = 1.070 (11)0.101 (16)0.105	
	0.737	0.313	0.207	0.030	0.581	0.543	0.016	0.055					
1983	1.058	1.440	0.180	2.380	1.427	0.700	0.503	0.303	5.15	± 2.345	9	(Y) = 1.058 (11)1.440 (16)0.180	
	0.782	1.169	0.230	0.051	0.293	0.165	0.253	0.492					
1984	1.538	0.196	0.334	2.570	0.363	1.543	0.127	0.479	4.46	± 2.242	11	(Y) = 1.538 (11)0.196 (16)0.334	
	0.597	0.541	0.218	0.033	0.724	0.141	0.014	0.229					
1985	1.100	-1.779	0.303	1.765	-2.041	1.445	-0.410	0.357	3.16	± 2.345	9	(Y) = 1.100 (11)-1.779 (16)0.303	
	0.428	0.071	0.184	0.120	0.007	0.151	0.110	0.311					
1986	-0.315	-0.413	0.034	-0.374	-1.179	0.130	-0.407	0.019	4.74	± 2.306	10	(Y) = -0.315 (11)-0.413 (16)0.034	
	0.837	0.393	0.242	0.718	0.277	0.990	0.164	0.002					
1987	0.204	-0.518	0.015	0.120	-1.031	0.000	-0.511	0.051	9.55	± 2.774	4	(Y) = 0.204 (11)-0.518 (16)0.015	
	1.482	0.551	0.511	0.901	0.379	0.935	0.242	0.003					

Sumber : Hasil Analisa Regresi Model Yang Sudah Diuraikan Kembali.

6.1.6 Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt to Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model VI (enam) sesuai Tabel : 6.6 menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1987 antara 0.892 sampai dengan 4.202 sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 4.46 sampai dengan 19.00 untuk tarap nyata 0.05 atau 5%. Dengan melihat hasil di atas ini, ternyata F-rasio perhitungan dari tahun 1980 sampai dengan 1987 lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama kedua variabel bebasnya yang terdiri dari Total Debt to Equity Ratio (X7) dan Dividend Payout Ratio (X1) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat dilihat perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) antara 0.140 sampai dengan 0.616 dan hal ini dapat diartikan 14.00% sampai dengan 61.60% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Total Debt to Equity Ratio (X7) dan Dividend Payout Ratio (X1). Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda positif, maka berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda

negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka pendek dan panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan hal ini dapat menurunkan harga saham di Pasar Modal. Berbeda halnya kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) rendah, maka hal ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity sehingga risiko finansial perusahaan menjadi rendah dan ini dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal.

Dari hasil perhitungan dapat dilihat koefisien regresi b_7 pada tahun 1980, 1981, 1982, 1983, 1984 dan 1985 bertanda positif dan hanya pada tahun 1986 dan 1987 bertanda negatif. Ini berarti terjadi perubahan-perubahan setelah tahun 1985 yaitu sebagian perusahaan bekerja dengan pinjaman jangka pendek dan panjang cukup tinggi. Selanjutnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1985, 1986 dan 1987 bertanda negatif sedangkan pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda positif. Dengan demikian telah terjadi perubahan-perubahan dalam kebijakan dividen beberapa perusahaan industri yang masuk Pasar Modal. Koefisien regresi b_1 bertanda negatif tersebut diduga karena pada tahun 1980 masyarakat masih belum mengerti mengenai saham dan lebih senang menginvestasikan uangnya dalam bentuk deposito. Sedangkan untuk tahun 1985, 1986 dan

1987 karena adanya pengenaan pajak atas penerimaan dividen, adanya peningkatan suku bunga deposito dan kelesuan dalam Pasar Modal. Akhirnya b_0 sebagai parameter konstanta pada tahun 1986 dan 1987 bertanda negatif dan hal ini diduga karena adanya penurunan sebagian besar harga saham di Pasar Modal, kelesuan ekonomi dan adanya beberapa saham perusahaan harganya turun sampai lebih rendah dari harga perdana.

Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio dan koefisien determinasi (R^2) kiranya masih belum cukup untuk digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat koefisien regresi parsialnya apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Oleh karenanya, perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 adalah +2.859 sedangkan t-tabel hanya sebesar +2.262. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y). Demikian juga pada tahun 1987 hasil perhitungan t-test sebesar -2.219 sedangkan t-tabel sebesar -2.179. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tarap nyata 5% atau 0.05.

Dari apa yang dihasilkan dalam pengujian, hanya satu variabel bebas yaitu Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1983 dan 1987 yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sehingga kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham.

Hal ini disebabkan karena masih berlakunya pengaturan harga saham oleh Bapepam, sehingga harga saham tidak boleh naik ataupun turun lebih besar dari 4% setiap harinya. Disamping itu terdapat diskriminasi pengenaan pajak yaitu pendapatan dari bunga deposito tidak dikenakan pajak penghasilan. Sedangkan pendapatan dari dividen-kas dikenakan pajak penghasilan. Pada tahun 1983 keadaan suku bunga deposito masih rendah dan baru pada 1 juni 1983 perubahan suku bunga serta adanya devaluasi mata uang rupiah yang cukup besar dan pembayaran dividen-kas yang cukup besar maka Dividend Payout Ratio menghasilkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol. Untuk tahun 1987 kiranya keadaan Ekonomi di Indonesia masih belum stabil yang diimbangi dengan pembagian dividen-kas yang cukup tinggi sehingga Dividend Payout Ratio menghasilkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol.

Agar apa yang dijelaskan di atas ini menjadi lebih jelas lagi maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata kedua variabel bebas tersebut mempunyai sumbangan yang positif, hanya saja Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar pada tahun 1980, 1983, 1984, 1986 dan 1987. Hal ini disebabkan adanya pembayaran dividen-kas yang tinggi disamping Total Debt to Equity Ratio (X_7) cukup tinggi. Sedangkan Total Debt to Equity Ratio (X_7) memberikan sumbangan yang lebih besar pada tahun 1981, 1982 dan 1985. Hal ini disebabkan Total Debt to Equity Ratio (X_7) cukup rendah sehingga risiko finansial perusahaan juga rendah.

TABEL : 6.6
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
TOTAL DEBT TO EQUITY RATIO (X) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI INDONESIA
1980 - 1987
(MODEL VI)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b7			b0	b1	b7	t1	t7				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1980	0.616	1.409	-0.905	0.225	2.409	0.230	2.257	-1.670	0.768	-0.649	0.405	19.00	± 2.776	6	(Y) = 1.409 (X1) - 0.905 (X7) + 0.225
		0.624	0.613	0.293			0.109	0.236	0.490	0.421	0.164				
1981	0.518	2.177	0.567	0.551	2.153	0.232	5.990	0.790	1.363	0.367	0.563	9.55	± 2.571	7	(Y) = 2.177 (X1) + 0.567 (X7) + 0.551
		0.343	0.718	0.404			0.004	0.174	0.245	0.135	0.317				
1982	0.196	1.480	0.132	0.389	1.090	0.374	1.942	0.447	0.969	0.147	0.307	4.74	± 2.220	12	(Y) = 1.480 (X1) + 0.132 (X7) + 0.389
		0.301	0.296	0.401			0.009	0.666	0.258	0.022	0.094				
1983	0.512	1.696	2.057	0.648	4.202	0.057	4.844	2.859	1.834	0.711	0.549	5.14	± 2.262	11	(Y) = 1.696 (X1) + 2.057 (X7) + 0.648
		0.350	0.719	0.349			0.001	0.021	0.101	0.505	0.301				
1984	0.162	0.786	0.547	0.196	1.253	0.318	2.240	1.303	0.843	0.358	0.233	4.46	± 2.145	16	(Y) = 0.786 (X1) + 0.547 (X7) + 0.196
		0.243	0.396	0.227			0.004	0.190	0.404	0.120	0.054				
1985	0.140	0.433	-0.274	0.299	0.892	0.437	1.674	-0.643	1.197	-0.190	0.239	5.14	± 2.179	14	(Y) = 0.433 (X1) - 0.274 (X7) + 0.299
		0.259	0.427	0.249			0.122	0.533	0.257	0.036	0.115				
1986	0.160	-0.200	-0.463	-0.315	1.047	0.304	-0.765	-1.204	-0.935	-0.361	-0.271	4.74	± 2.179	14	(Y) = -0.200 (X1) - 0.463 (X7) - 0.315
		0.280	0.361	0.337			0.472	0.226	0.370	0.130	0.074				
1987	0.316	-0.055	-0.575	-0.209	2.536	0.124	-2.219	-2.219	-0.692	-0.556	-0.204	9.55	± 2.179	14	(Y) = -0.055 (X1) - 0.575 (X7) - 0.209
		0.276	0.259	0.302			0.045	0.049	0.303	0.309	0.042				

Kesimpulan :

Setelah mengadakan analisis hasil perhitungan dengan menggunakan model I sampai dengan model VI maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara keseluruhan F-rasio perhitungan masih lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% maka secara bersama-sama keseluruhan variabel bebas yang terdiri dari Dividend Payout Ratio (X1), Return On Investment (X2), Return On Equity (X3), Debt Ratio (X4), Debt To Equity (X5), Debt To Capitalization (X6) dan Total Debt to Equity Ratio (X7) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Disamping itu dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 8 tahun berturut-turut yang secara keseluruhan menunjukkan variasi dari variabel tidak bebas kurang cukup kuat dipengaruhi oleh variasi kedua variabel bebasnya. Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio dan koefisien determinasi (R^2) kiranya masih belum cukup untuk digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Oleh karenanya perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari apa yang dihasilkan dalam pengujian secara keseluruhan tidak cukup kuat terdapat variabel bebas yang koefisien regresi parsialnya signifikan

berbeda dengan nol, karena hampir dalam seluruh tahun sebagian besar variabel bebas tidak dapat digunakan untuk mengukur perubahan harga saham secara bersama-sama.

Hal tersebut di atas ini disebabkan adanya pengaturan harga saham yaitu harga saham tidak boleh naik ataupun turun lebih dari 4% setiap harinya dan adanya diskriminasi pajak penghasilan atas pendapatan dari dividen-kas dibandingkan dengan pendapatan bunga deposito. Pendapatan atas dividen-kas dikenakan pajak penghasilan sebesar 15%, sedangkan pendapatan dari bunga deposito bebas pajak penghasilan. Disamping itu keadaan ekonomi masih belum cukup stabil karena masih sering terjadi perubahan dalam bidang ekonomi dan moneter (misalnya devaluasi rupiah, perubahan suku bunga deposito).

Untuk memperkuat dan memperjelas apa yang disimpulkan di atas ini, maka perlu dilihat juga besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari keseluruhan variabel bebas dan ternyata dapat disimpulkan keseluruhan variabel bebas memberikan sumbangan yang positif terhadap perubahan harga saham.

Sekalipun analisis ini dilakukan hanya sampai tahun 1987, tetapi masih terus dilakukan pengamatan sampai dengan 1990. Hasil pengamatan yang dilakukan menyimpulkan baik pada tahun 1988, 1989 dan 1990 masih belum cukup kuat variasi keseluruhan variabel bebasnya secara bersama-sama mempengaruhi perubahan harga saham.

6.2 Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Malaysia.

6.2.1 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model I (pertama) dapat dilihat dalam Tabel : 6.7 yang menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 memberikan hasil antara 0.708 sampai dengan 27.488, sedangkan F-rasio Tabel dengan tarap nyata 0.05 atau 5% selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.44. Hasil tersebut di atas memberikan gambaran bahwa F-rasio hasil perhitungan secara berturut-turut menunjukkan hasil lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Return On Investment (X2) dan Dividend Payout Ratio (X1) mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Hanya selama 2 tahun yaitu dari tahun 1983 dan 1984, F-rasio perhitungan lebih kecil dari F-rasio Tabel sehingga ini dapat diartikan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas tersebut tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Disamping itu dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 6 tahun berkisar antara 0.035 sampai dengan 0.714 dan ini berarti hanya 3.5% sampai dengan 71.4% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu Return On Investment (X_2) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Rendahnya sebagian besar koefisien determinasi (R^2) tersebut kemungkinan disebabkan adanya perbedaan klasifikasi perusahaan disamping perusahaan yang tidak sama setiap tahunnya karena sering perusahaan masuk dan keluar Pasar Modal secara bergantian. Perusahaan yang sudah masuk kemudian keluar Pasar Modal dan ditambah perusahaan baru yang masuk Pasar Modal. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang positif/searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda negatif, maka ini mempunyai pengaruh yang negatif/berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Investment (X_1) tinggi, para pemegang saham lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru, dibandingkan dengan dibagikan kepada para pemegang saham dan kemudian diinvestasikan sendiri dengan tingkat suku bunga deposito yang lebih rendah.

Dengan adanya keadaan yang demikian ini, akan dapat mendorong harga saham meningkat di Pasar Modal. Selanjutnya, semakin rendah Return On Investment (X_2) maka para pemegang saham akan lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja kepada para pemegang saham untuk diinvestasikan sendiri. Berbeda halnya dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen-kas yang dibayarkan maka akan dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan tingginya dividen-kas maka para pemegang saham yang tergolong menginginkan pendapatan tetap berharap harga saham di Pasar Modal akan meningkat. Sebaliknya, semakin kecil dividen-kas yang dibayarkan maka para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi percaya bahwa perusahaan sudah mempunyai rencana investasi yang sangat menguntungkan sehingga akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar dikemudian hari daripada diinvestasikan sendiri oleh para pemegang saham dan kebijakan dividen ini sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy, sehingga akan berakibat dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal.

Dari hasil perhitungan dapat dilihat koefisien regresi b_2 pada tahun 1979, 1982 dan 1984 bertanda positif dan pada tahun 1980, 1981 dan 1983 bertanda negatif. Keadaan pada tahun 1979, 1982 dan 1984 dapat terjadi diduga

sebagian besar perusahaan industri memperoleh Return On Investment (X_2) lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga deposito; sedangkan pada tahun 1980, 1981 dan 1983 diduga sebagian besar perusahaan memperoleh Return On Investment (X_2) lebih rendah dari pertumbuhan ekonomi dan tingkat suku bunga deposito. Selanjutnya, perhitungan koefisien regresi b_1 selama 6 tahun berturut-turut bertanda positif. Hal ini diduga adanya pembagian dividen-kas yang dapat melebihi tingkat suku bunga deposito dan keadaan ekonomi yang cukup stabil. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol atau tidak. Untuk analisis ini dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979 sampai dengan 1983 adalah antara +2.017 sampai dengan +6.170, sedangkan t-tabel hanya sebesar +1.995 sampai dengan +2.069. Namun demikian pada tahun 1981 besarnya perhitungan t-test Return On Investment (X_2) sebesar -2.010 sedangkan t-tabel sebesar -2.000. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979 sampai dengan 1983, sedangkan

Return On Investment (X_6) hanya pada tahun 1981 yang signifikan dalam mempengaruhi Harga Saham (Y).

Berdasarkan hasil perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) dari tahun 1979 sampai dengan 1983 yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Return On Investment (X_1) koefisien regresi parsialnya signifikan sama dengan nol. Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai salah satu variabel bebas yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan (R^2) sebagian besar adalah rendah, F-rasio perhitungan sebagian besar adalah cukup tinggi, tetapi hanya Dividend Payout Ratio (X_1) dari tahun 1979 sampai dengan 1983 menunjukkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini kemungkinan karena adanya pajak atas dividen-kas sebesar 35% sehingga sebagian terbesar para pemegang saham yang tergolong pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang menerima dividen-kas yang rendah daripada kena pajak penghasilan. Keadaan ini menyebabkan perusahaan membayarkan dividen-kas dalam jumlah yang kecil saja disamping keadaan perekonomiannya stabil serta tingkat pertumbuhan ekonominya

yang cukup tinggi sehingga mendorong masyarakat investor untuk rela menerima penghasilan yang rendah dalam bentuk dividen-kas dengan harapan harga saham akan meningkat dan memperoleh capital-gain yang cukup tinggi. Karena di Malaysia sebagian besar para pemegang saham masih menginginkan dividen-kas sebagai pendapatan tetap mereka, dan hal ini menyebabkan pembayaran dividen-kas merupakan sesuatu yang sangat penting baginya.

Disamping itu, bila dilihat koefisien determinasi parsialnya (r^2) maka Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham selama 6 tahun berturut-turut dibandingkan dengan Return On Investment (X_2). Hal diatas ini dapat terjadi akibat adanya pembagian dividen-kas yang melebihi tingkat suku bunga deposito dan keadaan ekonomi serta moneter yang stabil.

TABEL : 6.7

ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 RETURN ON INVESTMENT (X2) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI MALAYSIA
 1979 - 1984
 (MODEL I)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b0	b1	b2	t1	t2				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.714	2.223	0.941	0.133	27.488	0.000	7.224	4.287	0.828	0.675	0.174	3.44	± 2.609	25	(Y) = 2.223 (X1) ^{0.714} (X2) ^{0.133}
		0.308	0.224	0.160			0.000	0.000	0.416	0.455	0.030				
1980	0.411	1.295	0.523	-0.052	21.273	0.000	7.769	4.170	-0.856	0.620	-0.107	3.15	± 1.998	44	(Y) = 1.295 (X1) ^{0.411} (X2) ^{-0.052}
		0.167	0.085	0.061			0.000	0.000	0.395	0.384	0.012				
1981	0.188	0.083	0.161	-0.168	6.852	0.002	3.604	3.700	-2.010	0.136	-0.253	3.16	± 2.000	62	(Y) = 0.083 (X1) ^{0.188} (X2) ^{-0.168}
		0.245	0.127	0.084			0.001	0.001	0.049	0.188	0.064				
1982	0.152	0.873	0.294	0.041	5.742	0.005	4.103	2.863	0.570	0.337	0.071	3.14	± 1.995	67	(Y) = 0.873 (X1) ^{0.152} (X2) ^{0.041}
		0.237	0.103	0.072			0.000	0.004	0.571	0.114	0.005				
1983	0.074	0.950	0.310	-0.043	2.533	0.088	2.860	2.817	-0.351	0.248	-0.045	3.15	± 1.997	65	(Y) = 0.950 (X1) ^{0.074} (X2) ^{-0.043}
		0.335	0.154	0.122			0.006	0.048	0.727	0.042	0.002				
1984	0.035	0.650	0.145	0.039	0.708	0.499	1.510	0.924	0.302	0.146	0.048	3.24	± 2.021	62	(Y) = 0.650 (X1) ^{0.035} (X2) ^{0.039}
		0.436	0.157	0.130			0.139	0.361	0.764	0.021	0.002				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Ditemukan Kembali.

6.2.2 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X_3) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model II (dua) lihat Tabel : 6.8 menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 memberikan hasil antara 0.821 sampai dengan 31.981, sedangkan F-rasio Tabel selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil perhitungan di atas ini memberikan keterangan bahwa F-rasio hasil perhitungan selama tahun 1979, 1980, 1981 dan 1982 menunjukkan nilai yang lebih besar terhadap F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Hanya selama tahun 1983 dan 1984 saja, F-rasio perhitungan lebih kecil nilainya dari F-rasio Tabel, sehingga dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% maka variasi kedua variabel bebasnya yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1984

berkisar antara 0.040 sampai dengan 0.744 dan ini berarti hanya 4.0% sampai dengan 74.4% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Rendahnya koefisien determinasi (R^2) tersebut dapat disebabkan karena jumlah perusahaan yang diolah berbeda setiap tahunnya dan ini disebabkan perusahaan yang sudah masuk kemudian keluar ditambah dengan perusahaan baru yang masuk Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan berbeda terus disamping klasifikasi besarnya perusahaan industri yang berbeda dalam hal besarnya sales omset dan total assetnya. Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda positif maka ini berarti kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda negatif maka dapat diartikan kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Equity (X_3) tinggi, maka perusahaan industri tersebut dikatakan menggunakan Equitynya dengan efisien dan efektif sehingga para pemegang saham percaya bahwa dikemudian hari perusahaan akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar. Akibatnya, harga saham dapat naik di Pasar Modal. Demikian juga keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Return On Equity (X_3) rendah, ini berarti perusahaan industri tersebut tidak dapat menggunakan Equitynya secara

efisien dan efektif. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan dividen dengan membayarkan dividen-kas yang rendah serta konstant dan ini sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy. Dengan membagikan dividen-kas yang rendah diharapkan harga saham dapat meningkat. Dari hasil perhitungan dapat dilihat koefisien regresi b_3 pada tahun 1979, 1982 dan 1984 bertanda positif, sedangkan pada tahun 1980, 1981 dan 1983 bertanda negatif. Ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan besarnya Return On Equity (X_3) perusahaan. Keadaan pada tahun 1980, 1981 dan 1983 dapat terjadi diduga karena besarnya Return On Equity (X_3) menurun akibat turunnya keuntungan bersih perusahaan. Sedangkan pada tahun 1979, 1982 dan 1984 sebagian besar Return On Equity (X_3) meningkat lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi dan suku bunga deposito. Untuk koefisien regresi b_1 , dapat dilihat bahwa selama 6 tahun berturut-turut bertanda positif. Hal ini berarti kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan sudah cukup memberikan kepuasan kepada para pemegang saham disamping keadaan ekonomi dan moneter yang cukup stabil.

Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk kepentingan ini dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya

dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979 sampai dengan 1983 antara +2.069 sampai dengan +6.104 sedangkan t-tabel hanya sebesar antara +1.995 sampai dengan +2.069. Ini berarti dengan menggunakan taraf nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y).

Selanjutnya dari perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai salah satu variabel bebas yang mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol selama tahun 1979 sampai dengan 1983 sedangkan pada tahun 1984 tidak ada satupun variabel bebasnya yang mempunyai koefisien regresi parsial yang signifikan berbeda dengan nol. Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi harga saham. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai salah satu variabel bebas yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Apabila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar nilainya cukup tinggi dan lebih besar dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar rendah, tetapi Dividend Payout Ratio (X_1) dari tahun 1979 sampai dengan 1983 menunjukkan koefisien regresi parsial yang signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini kemungkinan

karena adanya sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham, sehingga pembayaran dividen-kas yang tetap sudah merupakan pemenuhan kebutuhan para pemegang saham walaupun pajak atas dividen cukup tinggi yaitu sebesar 35%. Akhirnya dapat pula disebabkan adanya situasi ekonomi yang cukup stabil serta tingkat suku bunga deposito yang cukup rendah.

Disamping itu, bila dilihat koefisien determinasi parsialnya (r^2) maka Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham selama 6 tahun berturut-turut dibandingkan dengan Debt to Equity Ratio (X_3). Keadaan ini dapat terjadi karena sebagian besar para pemegang saham merasa puas dengan pembagian dividen-kas yang dilakukan perusahaan disamping adanya tingkat suku bunga deposito yang rendah dan stabilitas ekonomi serta moneter yang mantap.

ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 RETURN ON EQUITY (X3) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI MALAYSIA
 1979 - 1984
 (MODEL II)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b0	b1	b2	r1	r2				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.744	2.261	0.910	0.249	31.981	0.000	0.156	5.183	1.026	0.741	0.243	3.44	± 2.609	25	(Y) = 2.261 (X1) ^{0.744} (X2) ^{0.000}
		0.277	0.176	0.136			0.000	0.000	0.001	0.550	0.132				
1980	0.407	1.344	0.513	-0.035	20.974	0.000	9.164	6.104	-0.615	0.618	-0.070	3.15	± 1.998	64	(Y) = 1.344 (X1) ^{0.407} (X2) ^{0.000}
		0.147	0.084	0.058			0.000	0.000	0.541	0.377	0.004				
1981	0.173	1.006	0.447	-0.141	8.164	0.004	4.492	3.509	-1.687	0.416	-0.215	3.16	± 2.000	62	(Y) = 1.006 (X1) ^{0.173} (X2) ^{0.000}
		0.224	0.127	0.083			0.000	0.001	0.097	0.173	0.044				
1982	0.152	0.973	0.294	0.041	5.742	0.005	4.183	2.863	0.570	0.337	0.071	3.14	± 1.995	67	(Y) = 0.973 (X1) ^{0.152} (X2) ^{0.000}
		0.237	0.103	0.072			0.000	0.004	0.571	0.114	0.005				
1983	0.074	1.002	0.291	-0.021	2.485	0.092	3.230	2.049	-0.184	0.254	-0.023	3.15	± 1.997	65	(Y) = 1.002 (X1) ^{0.074} (X2) ^{0.000}
		0.310	0.140	0.112			0.002	0.043	0.053	0.045	0.001				
1984	0.040	0.707	0.136	0.068	0.821	0.448	1.791	0.895	0.554	0.142	0.089	3.24	± 2.021	62	(Y) = 0.707 (X1) ^{0.040} (X2) ^{0.000}
		0.395	0.152	0.123			0.001	0.374	0.581	0.020	0.000				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.2.3 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X_4) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model III (tiga) sesuai dengan Tabel : 6.9 menunjukkan hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 antara 2.118 sampai dengan 26.435, sedangkan F-rasio Tabel selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil perhitungan di atas ini memberikan gambaran F-rasio perhitungan selama tahun 1979 sampai dengan 1983 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, sedangkan F-rasio perhitungan pada tahun 1984 lebih kecil dari F-rasio Tabel. Hal ini dapat dikatakan dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5%, maka secara bersama-sama kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979 sampai dengan 1983 mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Sedangkan pada tahun 1984 kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) secara bersama-sama dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Disamping itu dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan

1984 berkisar antara 0.096 sampai dengan 0.706 dan ini berarti hanya 9.6% sampai dengan 70.6% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Rendahnya koefisien determinasi (R^2) di atas diduga karena perusahaan sering berganti-ganti, dan perusahaan industri berbeda dalam klasifikasi besarnya perusahaan, total assetnya dan juga sales omsetnya. Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah dengan perubahan harga saham. Apabila koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan dengan perubahan harga saham. Secara teoritis apabila Debt Ratio (X_4) tinggi, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan pinjaman dan risiko finansial perusahaan menjadi tinggi, sehingga harga saham akan turun di Pasar Modal. Demikian pula kalau terjadi keadaan sebaliknya yaitu Debt Ratio (X_4) rendah maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan equity dan risiko finansial perusahaan menjadi rendah sehingga harga saham akan meningkat di Pasar Modal.

Hasil perhitungan menunjukkan koefisien regresi b_4 pada tahun 1979, 1980, 1982, 1983 dan 1984 bertanda positif dan hanya pada tahun 1981 saja bertanda negatif. Hal ini diduga karena terjadi perubahan-perubahan dalam kebijakan pembelanjaan beberapa perusahaan industri yang masuk Pasar

Modal sehingga penggunaan pinjaman menjadi lebih besar dalam total asset. Ternyata pada tahun 1981, terjadi peningkatan penggunaan pinjaman dalam total asset perusahaan industri yang mengakibatkan risiko finansial perusahaan industri meningkat. Selanjutnya, koefisien regresi b_1 untuk seluruh tahun bertanda positif dan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham sudah cukup memberikan kepuasan disamping tingkat suku bunga deposito yang rendah dan keadaan ekonomi serta moneter yang cukup stabil. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini masih belum dapat digunakan secara baik untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk kepentingan ini maka perlu dilakukan uji hipotesis bagi masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test.

Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979 sampai dengan 1983 adalah antara +2.297 sampai dengan +7.111, sedangkan t-tabel hanya sebesar +1.993 sampai dengan +2.069. Namun demikian pada tahun 1983 besarnya perhitungan t-test Debt Ratio (X_4) sebesar +2.254 sedangkan t-tabel sebesar +1.993. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y)

pada tahun 1979 sampai dengan 1982, sedangkan pada tahun 1983 kedua variabel bebas yaitu Dividend Payout Ratio (X_1) dan Debt Ratio (X_4) adalah signifikan dalam mempengaruhi Harga Saham (Y).

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol selama tahun 1979 sampai dengan 1982. Untuk itu kedua variabel bebas tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham, karena hanya Dividend Payout Ratio (X_1) saja yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi harga saham selama tahun 1979 sampai dengan 1982. Ternyata pada tahun 1983 kedua koefisien regresi parsial variabel bebas adalah signifikan berbeda dengan nol, sehingga kedua variabel bebas dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar adalah masih rendah, F-rasio perhitungan sebagian besar nilainya lebih tinggi dari F-rasio Tabel, tetapi hanya Dividend Payout Ratio (X_1) menunjukkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini diperkirakan karena keadaan ekonomi yang stabil, suku bunga deposito yang rendah dan adanya pajak yang cukup tinggi atas dividen-kas yaitu sebesar 35%, menyebabkan

investor yang tergolong dalam kelompok pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang menerima dividen-kas yang rendah sehingga para investor lebih senang memperoleh capital-gain. Karena sebagian terbesar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham maka pembayaran dividen-kas secara teratur dan pasti sangat bermanfaat bagi mereka sehingga pengaruh pembayaran dividen-kas sangat besar bagi para pemegang saham.

Selanjutnya, apabila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2), maka Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham selama 6 tahun berturut-turut dibandingkan dengan Debt Ratio (X_4). Keadaan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan dapat memberikan kepuasan kepada para pemegang saham disamping tingkat suku bunga deposito yang rendah dan keadaan ekonomi serta moneter yang cukup stabil.

TABEL 6.9
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT RATIO (X4) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI MALAYSIA
1979 - 1984
(MODEL III)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b4			b0	b1	b4	r1	r4				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.706	2.171	1.110	0.043	26.425	0.000	6.235	7.111	0.257	0.035	0.055	3.44	± 2.069	25	(Y) = 2.171 (X1) + 1.110 (X4) - 0.043
		0.340	0.156	0.160			0.000	0.000	0.000	0.697	0.003				
1980	0.400	1.461	0.498	0.002	20.990	0.000	7.782	6.470	0.629	0.030	0.000	3.15	± 1.990	64	(Y) = 1.461 (X1) + 0.498 (X4) - 0.002
		0.100	0.077	0.130			0.000	0.000	0.532	0.407	0.004				
1981	0.123	1.006	0.305	-0.027	4.406	0.016	4.396	2.964	-0.220	0.350	-0.020	3.15	± 1.996	66	(Y) = 1.006 (X1) + 0.305 (X4) - 0.027
		0.236	0.103	0.124			0.000	0.004	0.027	0.122	0.001				
1982	0.143	0.972	0.204	0.123	5.192	0.006	4.502	3.070	0.970	0.254	0.119	3.14	± 1.993	69	(Y) = 0.972 (X1) + 0.204 (X4) + 0.123
		0.216	0.092	0.126			0.000	0.003	0.332	0.126	0.014				
1983	0.120	1.407	0.251	0.303	4.924	0.010	4.753	2.297	2.254	0.270	0.265	3.14	± 1.993	70	(Y) = 1.407 (X1) + 0.251 (X4) + 0.303
		0.296	0.101	0.170			0.000	0.025	0.020	0.073	0.070				
1984	0.096	1.224	0.257	0.400	2.100	0.125	2.442	1.047	1.514	0.277	0.230	3.23	± 2.020	66	(Y) = 1.224 (X1) + 0.257 (X4) + 0.400
		0.501	0.139	0.270			0.019	0.072	0.130	0.077	0.053				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Dibangun Kembali.

6.2.4 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Equity Ratio (X₅) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model IV (empat) sesuai Tabel : 6.10 dapat ditunjukkan perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 antara 0.838 sampai dengan 16.775, sedangkan F-rasio Tabel selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.18 sampai dengan 3.63 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil di atas ini memberi gambaran bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1979 dan 1980 lebih besar nilainya dari F-rasio Tabel sedangkan F-rasio perhitungan tahun 1981 sampai dengan 1984 lebih kecil nilainya dari F-rasio Tabel. Dengan demikian dapat dikatakan, pada tarap nyata 0.05 atau 5% maka secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas pada tahun 1979 dan 1980 yaitu Debt to Equity Ratio (X₅) dan Dividend Payout Ratio (X₁) mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham, sedangkan pada tahun 1981 sampai dengan 1984 variasi kedua variabel bebasnya yaitu Debt to Equity Ratio (X₅) dan Dividend Payout Ratio (X₁) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Disamping itu dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R²) selama tahun 1979 sampai 1984 berkisar

antara 0.054 sampai dengan 0.677 dan ini dapat diartikan 5.4% sampai dengan 67.7% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya selama tahun 1979 sampai dengan 1984. Kecilnya koefisien determinasi (R^2) diduga karena jumlah perusahaan berubah, yang disebabkan terlalu sering keluar masuknya perusahaan dalam Pasar Modal disamping ukuran besarnya perusahaan berbeda dalam jumlah asset dan sales omset. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda negatif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Equity Ratio (X_5) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan adalah tinggi dan akan berakibat harga saham di Pasar Modal turun. Berbeda halnya dengan Debt to Equity Ratio (X_5) rendah, maka ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity, sehingga risiko finansial perusahaan rendah dan hal ini akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Dari hasil perhitungan ternyata koefisien regresi b_5 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda negatif dan hanya pada tahun 1983 bertanda positif. Keadaan ini diduga karena terlalu kecilnya pinjaman jangka panjang perusahaan

sehingga sulit untuk mengadakan pengembangan dan investasi baru, disamping itu perusahaan akan terus mengalami kemunduruan karena tidak mampu memperluas pasar akibat dari penggunaan Equity sebagai sumber dana yang terbesar untuk membelanjai perusahaan. Sedangkan pada tahun 1983 koefisien regresi b_5 bertanda positif dan ini disebabkan adanya peningkatan dalam pinjaman jangka panjang sehingga perusahaan dapat melakukan pengembangan dan investasi baru. Untuk koefisien regresi b_1 , selama 6 tahun berturut-turut mempunyai tanda positif dan hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham dapat memberikan kepuasan disamping adanya keadaan ekonomi yang stabil dan tingkat suku bunga deposito yang rendah.

Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio serta koefisien determinasi (R^2), kiranya masih belum cukup untuk digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat besarnya koefisien regresi parsialnya, apakah signifikan berbeda dengan nol, ataukah tidak. Untuk itu perlu dilakukan uji hipotesis dari masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1980 dan 1982 adalah +5.572, +3.777 dan +2.189, sedangkan t-tabel adalah sebesar +2.110, +2.024 dan +2.013. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan

dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1980 dan 1982.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, hanya Dividend Payout Ratio (X_1) dari tahun 1979, 1980 dan 1982 sebagai salah satu variabel bebas mempunyai koefisien regresi parsial yang signifikan berbeda dengan nol, sehingga Debt to Equity Ratio (X_5) sebagai variabel bebas lainnya tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham.

Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang dapat digunakan untuk keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Kalau dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian memang cukup besar nilainya dari F-rasio Tabel. Tetapi sebagian lagi F-rasio perhitungan cukup rendah nilainya dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar kurang cukup tinggi dan hanya Dividend Payout Ratio (X_1) dari tahun 1979, 1980 dan 1982 saja yang menunjukkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol, maka keadaan di atas ini kemungkinan karena adanya pajak atas dividen-kas sebesar 35% sehingga sebagian para pemegang saham yang tergolong dalam kelompok pembayar pajak yang tinggi akan lebih senang menerima pembayaran dividen-kas yang rendah, karenanya sebagai investor berharap harga saham akan naik sehingga dapat memperoleh tambahan pendapatan dalam bentuk

capital-gain, disamping itu stabilitas ekonomi yang cukup stabil dan tingkat suku bunga deposito yang cukup rendah merupakan alternatif penyebab keadaan di atas. Akhirnya sebagian lagi kelompok para pemegang saham adalah mereka yang mengharapkan pendapatan tetap dalam bentuk dividen-kas walaupun jumlah yang dibayarkan hanya sedikit, tetapi kalau terus-menerus dibayarkan secara tetap juga merupakan faktor penyebabnya. Disamping itu, bila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2), maka Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif selama 6 tahun berturut-turut terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan sumbangan Debt to Equity Ratio (X_5). Keadaan ini dapat terjadi karena kebijakan dividen perusahaan industri yang masuk pasar modal dapat memberikan kepuasan kepada para pemegang saham, adanya keadaan ekonomi yang stabil dan tingkat suku bunga deposito yang rendah.

TABEL 6.10
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT TO EQUITY RATIO (X5) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI MALAYSIA
1979 - 1984
(MODEL IV)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b5			b0	b1	b5	t1	t5				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.677	1.932	1.026	-0.611	18.775	0.000	4.849	5.572	-0.196	0.812	-0.049	3.62	± 2.110	19	(Y) = 1.932 (X1) ^{0.000} (X5) ^{-0.000}
		0.398	0.184	0.057			0.000	0.000	0.817	0.660	0.002				
1980	0.279	1.230	0.431	-0.020	7.369	0.002	4.838	3.777	-0.303	0.522	-0.062	3.25	± 2.024	41	(Y) = 1.230 (X1) ^{0.000} (X5) ^{-0.000}
		0.256	0.114	0.051			0.000	0.001	0.704	0.273	0.004				
1981	0.097	0.759	0.220	-0.072	2.253	0.118	1.935	1.771	-0.693	0.264	-0.106	3.22	± 2.017	45	(Y) = 0.759 (X1) ^{0.000} (X5) ^{-0.000}
		0.392	0.124	0.104			0.060	0.084	0.492	0.069	0.011				
1982	0.104	0.723	0.250	-0.023	2.751	0.074	2.238	2.189	-0.309	0.304	-0.045	3.20	± 2.013	50	(Y) = 0.723 (X1) ^{0.000} (X5) ^{-0.000}
		0.323	0.114	0.074			0.030	0.034	0.759	0.093	0.002				
1983	0.054	1.038	0.224	0.052	1.400	0.256	2.709	1.541	0.550	0.215	0.078	3.18	± 2.012	52	(Y) = 1.038 (X1) ^{0.000} (X5) ^{0.000}
		0.383	0.145	0.095			0.018	0.130	0.585	0.046	0.006				
1984	0.055	0.418	0.223	-0.000	0.838	0.413	0.580	1.018	-0.479	0.186	-0.089	3.33	± 2.042	32	(Y) = 0.418 (X1) ^{0.000} (X5) ^{-0.000}
		0.720	0.219	0.166			0.566	0.317	0.636	0.034	0.008				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.2.5 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Capitalization Ratio (X_6) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model V (lima) sesuai Tabel : 6.11 dapat dilihat bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 menunjukkan hasil antara 0.849 sampai dengan 16.795, sedangkan F-rasio Tabel selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.18 sampai dengan 3.63 pada taraf nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini dapat dijelaskan bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1979 dan 1980 lebih besar nilainya dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan dengan menggunakan taraf nyata 0.05 atau 5%, maka secara bersama-sama kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Tetapi selama tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 F-rasio perhitungan lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dengan menggunakan taraf nyata 0.05 atau 5%, maka secara bersama-sama kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1984 antara 0.054 sampai dengan 0.677 dan ini berarti hanya 5,4%

sampai dengan 67.7% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh kedua variabel bebas yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Rendahnya sebagian besar koefisien determinasi (R^2) tersebut diperkirakan akibat dari sering masuk dan keluarnya perusahaan tidak sama sehingga jumlah perusahaan selalu berbeda, disamping klasifikasi besarnya perusahaan, total asset dan jenis perusahaan yang berbeda. Selanjutnya dapat pula dijelaskan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda negatif maka ini berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Capitalization Ratio (X_6) tinggi, maka sebagian besar Capitalization perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan akibatnya harga saham perusahaan akan menurun di Pasar Modal. Keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Debt to Capitalization Ratio (X_6) rendah, sehingga risiko finansial perusahaan kecil sehingga akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Lebih jauh lagi dapat dilihat besarnya koefisien regresi b_6 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda negatif. Keadaan ini diduga karena rendahnya komponen pinjaman jangka panjang dalam capitalization perusahaan, sehingga usaha

pengembangan dan investasi baru agak sulit dapat dilaksanakan. Akibatnya perusahaan kurang mampu mengadakan antisipasi terhadap adanya peningkatan pasar.

Untuk tahun 1983 koefisien regresi b_6 bertanda positif dan hal ini disebabkan adanya peningkatan pinjaman jangka panjang dalam capitalization perusahaan, sehingga mulai mengadakan pengembangan dan investasi baru dengan harapan akan dapat memperoleh keuntungan yang semakin meningkat di kemudian hari. Keadaan besarnya koefisien regresi b_1 selama 6 tahun berturut-turut bertanda positif dan ini diduga akibat dari adanya kebijakan dividen perusahaan dapat diterima dan dimengerti para pemegang saham disamping adanya stabilitas ekonomi dan moneter yang mantap. Namun demikian, hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk kepentingan ini perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test.

Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1980 dan 1982 adalah +5.592, +3.779 dan +2.192, sedangkan t-tabel adalah sebesar +2.110, +2.024 dan +2.013. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam

mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1980 dan 1982.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) sebagai salah satu variabel bebas mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol selama tahun 1979, 1980 dan 1982, tetapi pada tahun 1981, 1983 dan 1984 ternyata variasi kedua variabel bebasnya tidak mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sehingga tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Dengan demikian hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi harga saham.

Kalau dilihat lebih jauh lagi, maka hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar lebih rendah dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar juga masih rendah dan hanya Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1980 dan 1982 yang memperlihatkan koefisien regresi parsial yang signifikan berbeda dengan nol, maka keadaan seperti di atas ini diduga karena adanya pajak atas dividen-kas yang cukup tinggi yaitu sebesar 35%, sehingga sebagian terbesar perusahaan membagikan dividen-kas yang rendah. Disini Investor sebagian tergolong dalam kelompok pembayar pajak yang tinggi sehingga lebih senang kalau dapat menerima dividen-kas yang rendah dan berharap akan

dapat memperoleh tambahan pendapatan dari kenaikan harga saham sehingga mereka dapat capital-gain dan sebagian lagi Investor tergolong kedalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap sehingga dengan dibayarnya dividen-kas setiap tahun secara tetap maka investor sudah cukup puas walaupun dalam jumlah yang kecil.

Demikian pula dapat dikatakan karena stabilitas ekonomi di Malaysia sudah cukup baik dan tingkat pertumbuhan ekonominya cukup tinggi juga merupakan penyebab keadaan di atas ini. Disamping itu, bila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2) ternyata Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Capitalization Ratio (X_6) selama 6 tahun berturut-turut. Hal ini diduga karena kebijakan dividen perusahaan cukup memberikan kepuasan pada seluruh pemegang saham disamping adanya stabilitas ekonomi dan moneter yang mantap.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
TABEL 6.11
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT TO CAPITALIZATION RATIO (X6) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI MALAYSIA
1979 - 1984
(MODEL V)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b6			b0	b1	b6	X1	X6				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.477	1.921	1.025	-0.014	16.795	0.000	4.694	5.592	-0.224	0.013	-0.057	3.63	± 2.110	19	(Y) = 1.921 (X1) ^{0.000} (X6) ^{0.000}
		0.409	0.183	0.064			0.000	0.000	0.824	0.662	0.003				
1980	0.280	1.229	0.431	-0.022	7.382	0.002	4.637	3.779	-0.404	0.523	-0.046	3.25	± 2.024	41	(Y) = 1.229 (X1) ^{0.000} (X6) ^{0.000}
		0.265	0.114	0.055			0.000	0.001	0.187	0.273	0.004				
1981	0.097	0.733	0.219	-0.079	2.244	0.119	1.710	1.760	-0.681	0.262	-0.105	3.22	± 2.017	45	(Y) = 0.733 (X1) ^{0.010} (X6) ^{0.000}
		0.428	0.125	0.116			0.095	0.084	0.500	0.049	0.011				
1982	0.105	0.704	0.250	-0.028	2.767	0.073	2.055	2.192	-0.351	0.305	-0.051	3.20	± 2.013	50	(Y) = 0.704 (X1) ^{0.000} (X6) ^{0.000}
		0.343	0.114	0.081			0.044	0.033	0.727	0.093	0.003				
1983	0.056	1.058	0.223	0.058	1.407	0.255	2.627	1.533	0.563	0.214	0.080	3.18	± 2.012	52	(Y) = 1.058 (X1) ^{0.000} (X6) ^{0.000}
		0.403	0.145	0.104			0.012	0.132	0.576	0.046	0.004				
1984	0.055	0.382	0.223	-0.089	0.849	0.430	0.503	1.021	-0.501	0.184	-0.093	3.33	± 2.042	32	(Y) = 0.382 (X1) ^{0.000} (X6) ^{0.000}
		0.759	0.218	0.179			0.619	0.316	0.621	0.835	0.009				

Suiker : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Keabali.

6.2.6 Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt to Equity Ratio (X_7) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model VI (enam) sesuai Tabel : 6.12 dapat dilihat perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1984 menunjukkan hasil antara 1.959 sampai dengan 27.279 sedangkan F-rasio Tabel selama 6 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.44 pada taraf nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini, dapat dijelaskan bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1979 sampai 1983 lebih besar nilainya dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan dengan menggunakan taraf nyata 0.05 atau 5%, maka secara bersama-sama kedua variabel bebas yaitu Total Debt to Equity Ratio (X_7) dan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1984 antara 0.087 sampai dengan 0.713 dan ini berarti hanya 8.7% sampai dengan 71.3% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Total Debt to Equity Ratio (X_7) dan Dividend Payout Ratio (X_1). Rendahnya sebagian besar koefisien determinasi (R^2) tersebut diduga karena terlalu sering terdapat perusahaan

yang keluar dan masuk ke dan dari Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan selalu mengalami perubahan, disamping itu jenis perusahaan juga tidak sama.

Demikian juga klasifikasi atas perusahaan yang terdiri dari besarnya dan total asset adalah berbeda. Hal-hal di atas ini dapat mengakibatkan rendahnya koefisien determinasi (R^2) perusahaan yang masuk Pasar Modal. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda positif, maka berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka pendek dan panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan hal ini dapat menurunkan harga saham di Pasar Modal. Berbeda halnya kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) rendah, maka hal ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity sehingga risiko finansial perusahaan menjadi rendah dan ini dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Dari hasil perhitungan dapat dilihat besarnya koefisien regresi b_7 selama 6 tahun berturut-turut bertanda positif. Hal ini diduga karena besarnya komponen pinjaman jangka pendek dan panjang dalam equity perusahaan, sehingga perusahaan dapat mengadakan pengembangan dan investasi baru

dalam rangka mengadakan antisipasi terhadap perluasan pasar akibat adanya pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Disamping itu besarnya koefisien regresi b_1 selama 6 tahun berturut-turut juga bertanda positif dan ini diduga adanya kebijakan dividen yang dapat memberikan kepuasan kepada seluruh pemegang saham. Namun demikian, hasil perhitungan di atas ini masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol atau tidak. Untuk kepentingan ini perlu dilakukan uji hipotesa untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979 sampai dengan 1983 adalah antara +2.405 sampai dengan +7.251, sedangkan t-tabel adalah sebesar +1.992 sampai dengan +2.069. Ini berarti dengan menggunakan taraf nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y).

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) saja yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sehingga tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham. Dengan demikian, hanya Dividend Payout Ratio (X_1) saja yang dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi harga saham. Kalau dilihat lebih

jauh lagi, maka hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar lebih tinggi dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar cukup rendah dan hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang memperlihatkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol, maka keadaan seperti di atas ini diduga karena adanya pajak atas dividend yang cukup tinggi yaitu sebesar 35%, sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam bentuk dividen-kas. Akibat dari keadaan di atas ini adalah sebagian kecil laba dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen-kas, sehingga akan mengakibatkan harga akan naik dan para pemegang saham akan memperoleh keuntungan dari capital-gain. Disamping itu apabila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2), ternyata Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Total Debt to Equity Ratio (X_7).

Keadaan ini diduga adanya kebijakan dividen yang dapat memberikan kepuasan pada seluruh pemegang saham disamping adanya stabilitas ekonomi dan moneter yang mantap.

TABEL 6.12
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
TOTAL DEBT TO EQUITY RATIO (X7) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI MALAYSIA
1979 - 1984
(MODEL VI)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b7			b0	b1	b7	t1	t7				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1979	0.713	2.185	1.134	0.047	27.279	0.000	7.399	7.251	0.750	0.940	0.150	3.44	± 2.049	25	Yi = 2.185 (X1) ^{0.100} (X7) ^{0.000}
		0.295	0.156	0.090			0.000	0.000	0.441	0.705	0.025				
1980	0.408	1.398	0.595	0.047	20.981	0.000	10.105	6.478	0.620	0.630	0.079	3.15	± 1.998	44	Yi = 1.398 (X1) ^{0.000} (X7) ^{0.000}
		0.130	0.076	0.076			0.000	0.000	0.337	0.408	0.004				
1981	0.123	1.423	0.304	0.018	4.400	0.016	5.507	2.958	0.196	0.349	0.025	3.14	± 1.996	46	Yi = 1.423 (X1) ^{0.000} (X7) ^{0.000}
		0.204	0.103	0.091			0.000	0.004	0.045	0.122	0.001				
1982	0.142	0.000	0.204	0.006	5.473	0.006	4.854	3.096	0.960	0.341	0.117	3.14	± 1.992	49	Yi = 0.000 (X1) ^{0.000} (X7) ^{0.000}
		0.103	0.092	0.089			0.000	0.003	0.341	0.130	0.014				
1983	0.090	1.138	0.271	0.105	3.447	0.031	4.537	2.405	1.639	0.282	0.194	3.14	± 1.992	70	Yi = 1.138 (X1) ^{0.000} (X7) ^{0.000}
		0.251	0.113	0.114			0.000	0.019	0.107	0.079	0.030				
1984	0.007	0.921	0.250	0.261	1.959	0.154	2.407	1.019	1.343	0.273	0.200	3.23	± 2.018	44	Yi = 0.921 (X1) ^{0.000} (X7) ^{0.000}
		0.370	0.142	0.192			0.017	0.074	0.100	0.075	0.043				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

Kesimpulan :

Setelah mengadakan analisis hasil perhitungan dengan menggunakan model I sampai dengan VI, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa secara keseluruhan F-rasio perhitungan sebagian besar mempunyai nilai yang lebih tinggi dari F-rasio Tabel pada tarap nyata 0.05 atau 5% untuk variabel bebas Return On Investment (X_2), Return On Equity (X_3), Debt Ratio (X_4), Debt to Equity Ratio (X_7) dan Dividend Payout Ratio (X_1), sehingga secara bersama-sama keseluruhan variasi variabel bebas tersebut diatas dapat dikatakan mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, tetapi F-rasio perhitungan sebagian besar mempunyai nilai yang lebih kecil dengan F-rasio Tabel pada tarap nyata 0.05 atau 5% sehingga secara bersama-sama Debt to Equity Ratio (X_5), Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham.

Disamping itu dapat juga disimpulkan, perhitungan besarnya koefisien determinasi (R^2) memberikan hasil yang kurang cukup besar, sehingga variasi dari variabel tidak bebasnya kurang cukup kuat dipengaruhi oleh variasi variabel bebasnya. Hal ini diduga karena adanya jumlah perusahaan yang diteliti tidak sama dan sering berganti-ganti akibat banyak perusahaan yang keluar dan masuk Pasar

Modal, serta jenis perusahaan yang berbeda-beda serta ukuran klasifikasi perusahaan yang berbeda. Walaupun telah diketahui hasil perhitungan dari F-rasio dan besarnya koefisien determinasi (R^2), kiranya masih belum cukup digunakan mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa dilihat koefisien regresi parsialnya apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Dari hasil uji hipotesis dengan uji t-test dapat disimpulkan bahwa hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang koefisien regresi parsialnya cukup kuat dan signifikan berbeda dengan nol dan dapat digunakan untuk mengukur perubahan harga saham. Hal di atas ini diduga adanya sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap setiap tahunnya dalam bentuk dividen-kas walaupun terdapat pajak atas dividen yang cukup tinggi yaitu 35%. Akhirnya perlu juga dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari keseluruhan variabel bebas yaitu hanya Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan variabel bebas lainnya.

6.3 Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Singapura.

6.3.1 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X₂) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model I (pertama) sesuai Tabel : 6.13 menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1986 memberikan hasil antara 1.008 sampai dengan 6.877, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.11 sampai dengan 3.49 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil tersebut di atas ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983, dan 1985 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebasnya yaitu Return On Investment (X₂) dan Dividend Payout Ratio (X₁) mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1984 dan 1986 F-rasio perhitungan nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham.

Disamping itu dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R²) selama tahun 1979 sampai dengan 1986

berkisar antara 0.033 sampai dengan 0.305 dan ini berarti hanya 3.3% sampai dengan 30.5% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Rendahnya koefisien determinasi (R^2) tersebut di atas ini disebabkan adanya keluar masuknya perusahaan yang cukup besar sehingga jumlah perusahaan yang dianalisis menjadi berubah jumlahnya dan jenis perusahaan yang berbeda serta klasifikasi besarnya perusahaan tidak sama. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang positif/searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda negatif, maka ini mempunyai pengaruh yang negatif/ berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Investment (X_1) tinggi, para pemegang saham lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru, dibandingkan dengan dibagikan kepada para pemegang saham dan kemudian diinvestasikan sendiri dengan tingkat suku bunga deposito yang lebih rendah. Dengan adanya keadaan yang demikian ini, akan dapat mendorong harga saham meningkat di Pasar Modal. Selanjutnya, semakin rendah Return On Investment (X_2) maka para pemegang saham akan lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja kepada para pemegang saham untuk diinvestasikan sendiri. Berbeda halnya dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen-kas yang

dibayarkan maka akan dapat meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan tingginya dividen-kas maka para pemegang saham yang tergolong menginginkan pendapatan tetap berharap harga saham di Pasar Modal akan meningkat. Sebaliknya, semakin kecil dividen-kas yang dibayarkan maka para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi percaya bahwa perusahaan sudah mempunyai rencana investasi yang sangat menguntungkan sehingga akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar dikemudian hari daripada diinvestasikan sendiri oleh para pemegang saham dan kebijakan dividen ini sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy, sehingga akan berakibat dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Dari perhitungan dapat dilihat besarnya koefisien regresi b_2 selama 8 tahun berturut-turut mempunyai tanda positif, dan ini diduga karena Return On Investment (X_2) cukup tinggi, disamping tingkat suku bunga deposito yang rendah serta stabilitas ekonomi dan moneter cukup baik. Berbeda dengan koefisien regresi b_1 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 yang mempunyai tanda negatif dan hal ini diduga karena adanya pembayaran dividen-kas yang cukup tinggi kurang dapat memuaskan para pemegang saham yang tergolong dalam mereka yang membayar pajak tinggi serta adanya pajak atas capital-gain. Hanya pada tahun 1985 dan 1986 besarnya koefisien regresi

b_1 bertanda positif, hal ini diduga karena jumlah perusahaan yang membagikan dividen-kas yang tinggi semakin berkurang disamping adanya jumlah perusahaan yang dianalisis semakin sedikit. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk keperluan ini perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Return On Investment (X_2) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983, 1984 dan 1985 adalah +2.924, +3.340, +2.367, +3.089, +2.108 dan +2.872, sedangkan t-tabel sebesar +1.995, +1.994, +1.994, +1.995, +1.997 dan +2.069. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Return On Investment (X_2) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983, 1984 dan 1985.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata hanya Return On Investment (X_2) dari tahun 1979, 1981, 1982, 1983, 1984 dan 1985 sebagai salah satu variabel bebas yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Dividend Payout Ratio (X_1) untuk seluruh tahun koefisien regresi parsialnya signifikan tidak berbeda dengan nol. Oleh karenanya variasi kedua variabel bebas

tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar lebih besar dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar adalah masih rendah, tetapi hanya Return On Investment (X_2) yang menunjukkan koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini kemungkinan karena adanya pajak atas Capital-Gain disamping keadaan ekonomi Singapura cukup stabil dan tingkat pertumbuhannya cukup tinggi serta sebagian besar para pemegang saham di Singapura tidak berorientasi untuk memperoleh pendapatan tetap.

Agar lebih jelas apa yang diutarakan di atas ini maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata kedua variabel bebas tersebut memberikan sumbangan yang positif terhadap perubahan harga saham, hanya saja Return On Investment (X_2) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini diduga karena Return On Investment (X_2) merupakan salah satu petunjuk yang cukup penting bagi sebagian besar para pemegang saham dalam pengambilan keputusan untuk membeli atau menjual sahamnya, disamping Return On Investment (X_2) cukup tinggi dan stabilitas ekonomi serta moneter yang mantap.

ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 RETURN ON INVESTMENT (X2) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI AYAM MASUK PASAR MODAL
 DI SINGAPURA
 1979 - 1986
 (MODEL I)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-label	t-label	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b0	b1	b2	b1	b2				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1979	0.159	1.101	-0.201	0.363	6.077	0.002	3.298	-1.072	2.024	-0.214	0.324	3.13	1 1.995	76	(Y) = 1.101 (11)0.000 (12)0.000
		0.334	0.108	0.124			0.002	0.045	0.005	0.046	0.105				
1980	0.033	0.968	-0.011	0.110	1.397	0.253	2.179	-0.049	1.337	-0.008	0.147	3.11	1 1.993	84	(Y) = 0.968 (11)0.000 (12)0.000
		0.443	0.156	0.150			0.032	0.945	0.185	0.000	0.022				
1981	0.193	1.672	-0.125	0.340	9.554	0.000	4.943	-1.201	3.340	-0.113	0.352	3.11	1 1.994	82	(Y) = 1.672 (11)0.000 (12)0.000
		0.337	0.098	0.108			0.000	0.204	0.001	0.020	0.124				
1982	0.153	0.857	-0.111	0.164	7.216	0.001	3.790	-1.772	2.367	-0.194	0.254	3.11	1 1.994	83	(Y) = 0.857 (11)0.000 (12)0.000
		0.226	0.062	0.049			0.000	0.080	0.020	0.038	0.043				
1983	0.216	1.257	-0.049	0.224	10.361	0.000	5.002	-0.886	3.089	-0.079	0.334	3.12	1 1.995	78	(Y) = 1.257 (11)0.000 (12)0.000
		0.217	0.072	0.073			0.000	0.495	0.003	0.006	0.113				
1984	0.148	0.943	-0.111	0.179	5.739	0.003	3.242	-1.490	2.108	-0.179	0.249	3.14	1 1.997	70	(Y) = 0.943 (11)0.000 (12)0.000
		0.291	0.074	0.085			0.002	0.141	0.039	0.032	0.042				
1985	0.305	2.409	0.932	0.790	4.034	0.010	2.636	2.905	2.072	0.527	0.522	3.44	1 2.069	25	(Y) = 2.409 (11)0.000 (12)0.000
		0.944	0.321	0.270			0.015	0.008	0.009	0.277	0.273				
1986	0.092	0.530	0.523	0.139	1.000	0.303	0.405	1.370	0.427	0.293	0.495	3.49	1 2.080	23	(Y) = 0.530 (11)0.000 (12)0.000
		1.095	0.302	0.323			0.633	0.186	0.474	0.086	0.009				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.3.2 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X_3) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model II (dua) sesuai Tabel : 6.14 dapat dilihat hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.936 sampai dengan 11.512, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.11 sampai dengan 3.49 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil perhitungan di atas ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebasnya yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1980, 1985 dan 1986 F-rasio perhitungan nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Lebih jauh lagi dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.065 sampai dengan 0.228 dan ini berarti hanya 6.5% sampai dengan 22.8% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1).

Rendahnya koefisien determinasi (R^2) di atas ini,

diperkirakan akibat dari seringnya keluar dan masuk dari perusahaan yang masuk Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan yang diteliti menjadi tidak sama untuk setiap tahunnya, disamping itu klasifikasi besarnya perusahaan, total asset dan jenis perusahaan adalah berbeda.

Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda positif maka ini berarti kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda negatif maka dapat diartikan kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Equity (X_3) tinggi, maka perusahaan industri tersebut dikatakan menggunakan Equitynya dengan efisien dan efektif sehingga para pemegang saham percaya bahwa dikemudian hari perusahaan akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar. Akibatnya, harga saham dapat naik di Pasar Modal. Demikian juga keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Return On Equity (X_3) rendah, ini berarti perusahaan industri tersebut tidak dapat menggunakan Equitynya secara efisien dan efektif. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan dividen dengan membayarkan dividen-kas yang tinggi dan ini sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan membagikan dividen-kas yang tinggi diharapkan harga saham dapat meningkat. Hasil perhitungan

selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan besarnya koefisien regresi b_3 bertanda positif, hal ini diduga karena Return On Equity (X_3) cukup tinggi, sehingga sebagian besar para pemegang saham menggunakan Return On Equity (X_3) sebagai salah satu petunjuk untuk melakukan pembelian dan penjualan saham, disamping keadaan ekonomi serta moneter yang cukup stabil. Disamping itu dapat juga dilihat besarnya koefisien regresi b_1 selama 5 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 1979, 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda negatif. Hal ini diduga karena pembagian dividen-kas cukup tinggi sehingga dirasakan kurang sesuai bagi pemegang saham yang tergolong membayar pajak yang tinggi walaupun terdapat pajak atas capital-gain. Keadaan ini dapat juga disebabkan karena pembayaran dividen-kas yang tinggi, sehingga perusahaan kesulitan mengadakan pengembangan dan investasi baru guna meningkatkan omset pasar. Hanya pada tahun 1983 dan 1986 besarnya koefisien regresi b_1 bertanda positif, hal ini diduga karena jumlah perusahaan yang diteliti semakin berkurang sehingga jumlah perusahaan yang membagikan dividen-kas tinggi semakin berkurang. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk keperluan ini dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan

menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Return On Equity (X_3) pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, dan 1985 adalah +3.103, +2.152, +3.841, +2.367, dan +2.283 sedangkan t-tabel sebesar +1.995, +1.993, +1.994, +1.994, dan +2.069. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Return On Equity (X_3) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1980, 1981, 1982, dan 1985.

Selanjutnya dari hasil perhitungan, ternyata hanya Return On Equity (X_3) dari tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1985 sebagai salah satu variabel bebas yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Dividend Payout Ratio (X_1) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 koefisien regresi parsialnya signifikan tidak berbeda dengan nol. Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1985.

Apabila dilihat lebih jauh lagi hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar lebih besar dari F-rasio Tabel, sedangkan koefisien determinasi (R^2) sebagian besar adalah rendah, tetapi hanya Return On Equity (X_3) yang menunjukkan koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini kemungkinan karena adanya pengenaan pajak atas

capital-gain disamping keadaan ekonomi yang cukup stabil serta pertumbuhan ekonomi yang cukup tinggi. Di Singapura sebagian besar para pemegang saham tidak berorientasi untuk memperoleh pendapatan tetap walaupun memang ada juga yang berorientasi untuk memperoleh pendapatan tetap.

Agar lebih jelas apa yang diutarakan di atas ini, maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata Return On Equity (X_3) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984. Keadaan diatas ini diduga karena Return On Equity (X_3) merupakan salah satu petunjuk yang sering digunakan untuk mengambil keputusan membeli atau menjual saham oleh para pemegang saham, disamping tingkat suku bunga deposito yang rendah dan stabilitas ekonomi yang mantap. Sedangkan pada tahun 1985 dan 1986 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Return On Equity (X_3). Adanya perubahan ini diduga karena jumlah perusahaan yang dianalisis semakin berkurang disamping dividen-kas yang dibayarkan cukup tinggi.

TABEL : 6.14
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 RETURN ON EQUITY (X1) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI SINGAPURA
 1979 - 1986
 (MODEL II)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b3			b0	b1	b3	X1	X3				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.170	0.929	-0.166	0.387	7.450	0.001	3.546	-1.523	2.103	-0.176	0.341	3.13	± 1.995	76	(Y) = 0.929 (X1) ^{-0.166} (X3) ^{0.007}
		0.262	0.107	0.125			0.001	0.132	0.003	0.031	0.117				
1980	0.065	1.144	0.051	0.330	2.836	0.065	3.140	0.338	2.152	0.038	0.233	3.11	± 1.993	84	(Y) = 1.144 (X1) ^{0.001} (X3) ^{0.000}
		0.364	0.132	0.134			0.002	0.736	0.034	0.001	0.054				
1981	0.226	1.596	-0.097	0.413	11.512	0.000	5.787	-0.999	3.041	-0.112	0.397	3.11	± 1.994	82	(Y) = 1.596 (X1) ^{-0.097} (X3) ^{0.018}
		0.276	0.097	0.108			0.000	0.321	0.000	0.012	0.157				
1982	0.153	0.857	-0.111	0.164	7.216	0.001	3.790	-1.772	2.367	-0.194	0.256	3.11	± 1.994	83	(Y) = 0.857 (X1) ^{-0.111} (X3) ^{0.000}
		0.226	0.062	0.069			0.000	0.080	0.020	0.038	0.065				
1983	0.216	1.257	-0.049	0.224	10.361	0.000	5.082	-0.860	0.369	-0.079	0.336	3.12	± 1.995	78	(Y) = 1.257 (X1) ^{-0.049} (X3) ^{0.000}
		0.247	0.072	0.073			0.000	0.495	0.003	0.006	0.113				
1984	0.135	0.815	-0.113	0.170	5.233	0.008	3.150	-1.486	1.877	-0.179	0.223	3.14	± 1.997	70	(Y) = 0.815 (X1) ^{-0.113} (X3) ^{0.070}
		0.259	0.076	0.091			0.002	0.142	0.065	0.032	0.050				
1985	0.228	1.493	0.832	0.787	3.246	0.058	2.064	2.441	2.283	0.462	0.438	3.44	± 2.069	25	(Y) = 1.493 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.787}
		0.945	0.341	0.345			0.051	0.023	0.032	0.213	0.192				
1986	0.084	0.297	0.481	0.078	0.936	0.409	0.289	1.256	0.221	0.270	0.049	3.49	± 2.080	23	(Y) = 0.297 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.078}
		1.029	0.383	0.354			0.776	0.224	0.827	0.073	0.002				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.3.3 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X_4) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model III (tiga) sesuai Tabel : 6.15 dapat dilihat hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1986 yaitu antara 0.808 sampai dengan 6.909 sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.11 sampai 3.49 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 nilainya lebih tinggi dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan F-rasio perhitungan pada tahun 1979, 1980, 1985 dan 1986 nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat pula dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.027 sampai dengan 0.180 dan ini berarti hanya 2.70% sampai 18.00% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Rendahnya hasil

perhitungan koefisien determinasi (R^2) tersebut diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan, total asset serta jenis perusahaan yang berbeda-beda dan ditambah lagi dengan seringnya perusahaan keluar dan masuk Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan yang dianalisis menjadi selalu berbeda disamping jumlah perusahaan yang diteliti semakin berkurang.

Selanjutnya, kalau koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Apabila koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan dengan perubahan harga saham. Secara teoritis, apabila Debt Ratio (X_4) tinggi, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan pinjaman dan risiko finansial perusahaan menjadi tinggi, sehingga harga saham akan turun di Pasar Modal. Demikian pula kalau terjadi keadaan sebaliknya yaitu Debt Ratio (X_4) rendah, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan equity dan risiko finansial perusahaan menjadi rendah sehingga harga saham akan meningkat di Pasar Modal. Hasil perhitungan menunjukkan besarnya koefisien regresi b_4 pada tahun 1979, 1985 dan 1986 bertanda negatif dan pada tahun 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda positif. Keadaan diatas ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan dalam kebijakan pembelanjaan perusahaan. Untuk tahun 1979, 1985 dan 1986 besarnya koefisien regresi b_4 bertanda negatif,

hal ini diduga karena komponen pinjaman jangka pendek dan panjang dalam total asset perusahaan rendah. Kebijakan pembelanjaan seperti di atas ini menyulitkan perusahaan mengadakan pengembangan dan investasi baru sehingga dapat mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Berbeda halnya dengan keadaan pada tahun 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 besarnya koefisien regresi b_4 bertanda positif, hal ini diduga karena adanya peningkatan pinjaman jangka pendek dan panjang sehingga Debt Ratio (X_4) meningkat.

Dengan demikian, perusahaan dapat melakukan pengembangan dan investasi baru guna memenuhi adanya peningkatan pasar akibat adanya pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Untuk koefisien regresi b_1 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda negatif, ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan cukup tinggi sehingga bagi pemegang saham yang tergolong membayar pajak yang tinggi merasa kurang puas, sehingga mempunyai akibat yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Selanjutnya pada tahun 1985 dan 1986 koefisien regresi b_1 bertanda positif, hal ini diduga karena adanya penurunan jumlah perusahaan yang dianalisis disamping menurunnya perusahaan yang membayarkan dividen-kas cukup tinggi. Akhirnya b_0 sebagai parameter konstanta pada tahun 1985 dan 1986 bertanda negatif dan ini diduga karena sebagian besar harga saham menurun, malahan ada beberapa sampai dibawah harga perdana.

Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk kepentingan tersebut di atas ini diperlukan uji hipotesis atas masing-masing koefisien regresi parsial dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 adalah -2.152, -2.566, -2.804, -3.294 dan -2.515 sedangkan t-tabel sebesar -1.995, -1.994, -1.994, -1.995, dan -1.997. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984.

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol selama tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984, sedangkan Debt Ratio (X_4) koefisien regresi parsialnya signifikan tidak berbeda dengan nol. Oleh karenanya, variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian nilainya lebih tinggi dari F-rasio Tabel, koefisien

determinasi (R^2) yang rendah, tetapi hanya Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 yang menunjukkan koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, maka hal ini kemungkinan disebabkan adanya pajak atas capital-gain sehingga dividen-kas dibayarkan cukup tinggi, dan keadaan ekonomi yang cukup stabil. Dengan adanya pajak atas capital-gain maka gerakan harga akan menjadi terbatas sehingga bagi investor yang ingin memperoleh pendapatan tetap akan menginginkan pembayaran dividen-kas yang cukup daripada memperoleh capital-gain dengan pajak yang cukup tinggi. Disamping itu, bila dilihat koefisien determinasi parsialnya (r^2), maka Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar serta positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt Ratio (X_4), kecuali pada 1980 Debt Ratio (X_4) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini diduga karena Debt Ratio (X_4) meningkat, akibat adanya perubahan pinjaman jangka pendek dan panjang dalam total asset perusahaan.

TABEL : 6.15
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT RATIO (X₁) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X₂)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI SINGAPURA
1979 - 1986
(MODEL III)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b ₀	b ₁	b ₂			b ₀	b ₁	b ₂	r ₁	r ₂				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.060	0.130	-0.245	-0.024	2.336	0.104	0.665	-2.152	-0.117	-0.244	-0.014	3.13	± 1.995	76	(Y) = 0.130 (X ₁) - 0.245 (X ₂) - 0.024
		0.185	0.114	0.201			0.508	0.835	0.907	0.060	0.000				
1980	0.027	0.582	-0.121	0.210	1.113	0.334	2.891	-0.940	1.108	-0.104	0.122	3.11	± 1.993	84	(Y) = 0.582 (X ₁) - 0.121 (X ₂) + 0.210
		0.201	0.129	0.190			0.005	0.350	0.271	0.011	0.015				
1981	0.095	0.738	-0.246	0.160	4.145	0.019	4.400	-2.566	1.101	-0.277	0.123	3.11	± 1.994	82	(Y) = 0.738 (X ₁) - 0.246 (X ₂) + 0.160
		0.160	0.096	0.146			0.000	0.012	0.274	0.077	0.015				
1982	0.102	0.426	-0.185	0.082	4.563	0.013	3.739	-2.804	0.890	-0.299	0.099	3.11	± 1.994	83	(Y) = 0.426 (X ₁) - 0.185 (X ₂) + 0.082
		0.114	0.059	0.092			0.000	0.006	0.374	0.009	0.010				
1983	0.154	0.707	-0.190	0.183	4.909	0.002	5.797	-3.294	1.808	-0.353	0.203	3.12	± 1.995	79	(Y) = 0.707 (X ₁) - 0.190 (X ₂) + 0.183
		0.122	0.058	0.101			0.000	0.002	0.075	0.125	0.041				
1984	0.092	0.419	-0.172	0.068	3.448	0.038	2.873	-2.515	0.539	-0.292	0.065	3.14	± 1.997	71	(Y) = 0.419 (X ₁) - 0.172 (X ₂) + 0.068
		0.144	0.068	0.127			0.005	0.014	0.592	0.005	0.004				
1985	0.048	-0.517	0.256	-0.387	0.808	0.459	-0.907	1.001	-0.745	0.209	-0.157	3.44	± 2.069	25	(Y) = -0.517 (X ₁) + 0.256 (X ₂) - 0.387
		0.571	0.256	0.520			0.374	0.328	0.464	0.044	0.025				
1986	0.180	-0.717	0.498	-0.470	2.191	0.138	-1.243	1.618	-1.593	0.340	-0.324	3.49	± 2.080	23	(Y) = -0.717 (X ₁) + 0.498 (X ₂) - 0.470
		0.576	0.308	0.450			0.228	0.121	0.141	0.116	0.105				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Keabali.

6.3.4 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Equity Ratio (X₅) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model IV (empat) sesuai Tabel : 6.16 dapat dilihat perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai 1986 yaitu antara 0.187 sampai dengan 6.923, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.55 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan pada tahun 1982, 1983, 1984 dan 1986 nilainya lebih tinggi dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt to Equity Ratio (X₅) dan Dividend Payout Ratio (X₁) mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1979, 1980, 1981 dan 1985 F-rasio perhitungan nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt to Equity Ratio (X₅) dan Dividend Payout Ratio (X₁) tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R²) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.06 sampai dengan 0.396 dan ini berarti hanya 0.6% sampai dengan 39.6% variasi variabel tidak bebas ditentukan

oleh variasi kedua variabel bebasnya. Rendahnya hasil perhitungan koefisien determinasi (R^2) di atas diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan, total asset serta jenis perusahaan masih berbeda-beda dan ditambah dengan sering keluar dan masuknya perusahaan dalam Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan yang dianalisis menjadi tidak sama dalam jumlah dan jenisnya.

Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda positif, berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda negatif, berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Equity Ratio (X_5) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan adalah tinggi dan akan berakibat harga saham di Pasar Modal turun. Berbeda halnya dengan Debt to Equity Ratio (X_5) rendah, maka ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity, sehingga risiko finansial perusahaan rendah dan hal ini akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Dilihat dari hasil perhitungan maka besarnya koefisien regresi b_5 pada tahun 1980, 1981 dan 1982 bertanda positif sedangkan pada tahun 1979, 1983, 1984, 1985 dan 1986 bertanda negatif. Hal ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan dalam struktur modal perusahaan.

Untuk koefisien regresi b_5 bertanda negatif, diduga terjadi akibat kecilnya pinjaman jangka panjang dalam struktur modal perusahaan sehingga kebutuhan dana sebagian besar dipenuhi dengan dana equity. Disisi lain dividen-kas yang dibayarkan cukup tinggi sehingga menghambat pembentukan dana dalam perusahaan. Akibatnya Debt to Equity Ratio (X_5) mempunyai arah yang berlawanan terhadap perubahan harga saham sedangkan koefisien regresi b_5 bertanda positif, diduga karena adanya peningkatan jumlah pinjaman jangka panjang dalam struktur modal perusahaan sehingga diharapkan dapat digunakan untuk pengembangan dan investasi baru. Besarnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda negatif, sedangkan pada tahun 1985 dan 1986 bertanda positif.

Adanya tanda negatif dari koefisien regresi b_1 ini diduga karena tingginya dividen-kas yang dibayarkan kepada pemegang saham, sehingga pemegang saham yang tergolong pembayar pajak yang tinggi kurang puas dengan kebijakan dividen tersebut yang menyebabkan pengaruhnya berlawanan terhadap perubahan harga saham. Akhirnya b_0 sebagai parameter konstanta mempunyai tanda negatif pada tahun 1985 dan 1986 dan ini diduga karena harga saham mengalami penurunan disamping jumlah perusahaan yang dianalisis semakin menurun. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, signifikan berbeda dengan

nol ataukah tidak. Untuk kepentingan tersebut di atas diperlukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsial dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 adalah -2.307, -2.825, -3.689, dan -2.861 sedangkan t-tabel sebesar -1.996, -1.992, -1.994, dan -2.000.

Sedangkan pada tahun 1985 dan 1986 hasil analisis t-test Debt to Equity Ratio (X_5) adalah sebesar -2.259 dan -2.819 sedangkan t-tabel sebesar -2.074 dan -2.093. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984. Sedangkan pada tahun 1985 dan 1986 hanya Debt to Equity Ratio (X_5) yang signifikan dalam mempengaruhi Harga Saham (Y).

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 sedangkan Debt to Equity Ratio (X_5) mempunyai koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol. Oleh karenanya variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Tetapi pada tahun 1985 dan 1986 Debt to Equity Ratio (X_5) mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Dividend Payout Ratio (X_1) mempunyai koefisien regresi parsial tidak berbeda dengan nol. Oleh karenanya variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan pada tahun 1982, 1983, 1984 dan 1986 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, dan pada tahun 1979, 1980, 1981 dan 1985 hasil perhitungan F-rasio lebih kecil dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) yang rendah, tetapi sebagian Dividend Payout Ratio (X_1) yaitu pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 menunjukkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol dan ada juga Debt to Equity Ratio (X_5) menunjukkan koefisien regresi parsialnya yang signifikan berbeda dengan nol, terutama pada tahun 1985 dan 1986. Keadaan di atas ini diduga karena pajak atas capital-gain dan pembayaran dividen-kas yang cukup tinggi serta jumlah perusahaan yang semakin mengecil untuk diteliti.

Disamping itu, bila dilihat dari hasil perhitungan koefisien determinasi parsialnya (r^2) sebagian besar Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar serta positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Equity Ratio (X_5), kecuali pada

tahun 1985 dan 1986 Debt to Equity Ratio (X_5) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Besarnya koefisien determinasi parsial Dividend Payout Ratio (X_1) diduga karena adanya pembagian dividen-kas yang cukup tinggi, pengenaan pajak atas capital-gain dan stabilitas ekonomi serta moneter yang mantap. Sedangkan sumbangan koefisien determinasi parsial Debt to Equity Ratio (X_5) lebih besar dari Dividend Payout Ratio (X_1) diduga karena jumlah pinjaman jangka panjang semakin meningkat dalam struktur modal perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru.

TABEL : 6.16
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT TO EQUITY RATIO (X5) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
IR - PERMADAN LARGASAHAM DALAM DOLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI SINGAPURA
1979 - 1986
-(MODEL IV)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b5			b0	b1	b5	X1	X5				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.067	0.094	-0.220	-0.031	2.002	0.145	0.544	-1.957	-0.531	-0.253	-0.071	3.17	± 2.003	59	(Y) = 0.094 (X1)-0.220 (X5)-0.031
		0.172	0.117	0.058			0.589	0.055	0.598	0.044	0.005				
1980	0.006	0.541	-0.071	0.021	0.107	0.830	2.151	-0.509	0.249	-0.044	0.031	3.15	± 1.994	66	(Y) = 0.541 (X1)-0.071 (X5)0.021
		0.251	0.140	0.086			0.935	0.413	0.804	0.004	0.001				
1981	0.081	0.668	-0.242	0.031	2.722	0.074	3.476	-2.307	0.430	-0.281	0.055	3.15	± 1.994	65	(Y) = 0.668 (X1)-0.242 (X5)0.031
		0.192	0.105	0.073			0.001	0.024	0.689	0.079	0.003				
1982	0.112	0.430	-0.176	0.040	4.224	0.019	3.112	-2.825	0.775	-0.326	0.094	3.14	± 1.992	70	(Y) = 0.430 (X1)-0.176 (X5)0.040
		0.138	0.062	0.052			0.003	0.006	0.441	0.104	0.009				
1983	0.174	0.495	-0.209	-0.019	4.923	0.002	3.841	-3.689	-0.382	-0.416	-0.047	3.14	± 1.994	68	(Y) = 0.495 (X1)-0.209 (X5)-0.019
		0.129	0.057	0.050			0.000	0.001	0.704	0.173	0.002				
1984	0.127	0.307	-0.195	-0.026	4.369	0.017	2.053	-2.861	-0.434	-0.347	-0.056	3.15	± 2.000	43	(Y) = 0.307 (X1)-0.195 (X5)-0.026
		0.150	0.068	0.060			0.045	0.004	0.666	0.120	0.003				
1985	0.236	-1.002	0.151	-0.757	3.248	0.059	-2.259	0.411	-2.236	0.132	-0.439	3.47	± 2.074	24	(Y) = -1.002 (X1)0.151 (X5)-0.757
		0.797	0.247	0.339			0.035	0.348	0.036	0.017	0.192				
1986	0.394	-2.253	0.571	-1.004	3.898	0.011	-2.819	2.809	-3.017	0.428	-0.579	3.55	± 2.093	21	(Y) = -2.253 (X1)0.571 (X5)-1.004
		0.799	0.284	0.333			0.011	0.040	0.007	0.183	0.336				

Sumber : Hasil Analisa dengan Model Yang Sudah Bisusun Keaball.

6.3.5 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Capitalization Ratio (X_6) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model V (lima) sesuai Tabel : 6.17 dapat diketahui hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.162 sampai dengan 6.950, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.14 sampai dengan 3.55 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil di atas ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan pada tahun 1982, 1983, 1984 dan 1986 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham dan F-rasio perhitungan pada tahun 1979, 1980, 1981 dan 1985 nilainya lebih kecil dari F-rasio tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebasnya yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Lebih jauh lagi dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.005 sampai dengan 0.377, dan ini berarti hanya 0.5% sampai dengan 37.7% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya.

Rendahnya hasil perhitungan koefisien determinasi (R^2) di atas ini diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan, total asset serta jenis perusahaan yang berbeda-beda dan ditambah dengan sering adanya perusahaan yang keluar dan masuk Pasar Modal sehingga jumlah perusahaan yang dianalisis semakin menurun. Selanjutnya dapat pula dijelaskan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda negatif maka ini berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Capitalization Ratio (X_6) tinggi, maka sebagian besar Capitalization perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan akibatnya harga saham perusahaan akan menurun di Pasar Modal. Keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Debt to Capitalization Ratio (X_6) rendah, sehingga risiko finansial perusahaan kecil sehingga akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Setelah dilihat hasil perhitungan pada tahun 1980, 1981 dan 1982 besarnya koefisien regresi b_6 bertanda positif sedangkan pada tahun 1979, 1983, 1984, 1985 dan 1986 bertanda negatif. Hal ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan dalam kebijakan capitalization perusahaan. Untuk koefisien regresi b_6 yang bertanda negatif diduga karena penggunaan pinjaman jangka

panjang rendah dalam Capitalization perusahaan sehingga sulit untuk mengadakan pengembangan dan investasi baru. Akibatnya perusahaan mengalami kesulitan untuk mengadakanantisipasi peningkatan pasar dalam keadaan ekonomi yang tingkat pertumbuhannya tinggi dan ini dapat mempunyai arah yang berlawanan terhadap harga saham. Disisi lain, adanya koefisien regresi b_6 bertanda positif diduga karena ada peningkatan penggunaan pinjaman jangka panjang dalam capitalization perusahaan dan ini dapat digunakan untuk pengembangan dan investasi baru dalam usaha mengadakanantisipasi peningkatan permintaan pasar.

Selanjutnya besarnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda negatif sedangkan pada tahun 1985 dan 1986 bertanda positif. Adanya tanda negatif pada koefisien regresi b_1 tersebut diduga karena besarnya dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham sehingga mereka yang tergolong dalam kelompok pembayar pajak yang tinggi kurang puas terhadap kebijakan dividen tersebut, disamping adanya pajak atas capital-gain yang tinggi. Karena itu pengaruhnya berlawanan terhadap perubahan harga saham. Akhirnya b_0 sebagai parameter konstanta pada tahun 1985 dan 1986 bertanda negatif sehingga ini diduga karena beberapa saham perusahaan harganya menurun di pasar modal di samping jumlah perusahaan yang dianalisis mengalami penurunan. Namun demikian hasil perhitungan di atas belum dapat digunakan

untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk kepentingan tersebut di atas ini perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 adalah -2.312, -2.824, -3.699 dan -2.879, sedangkan t-tabel sebesar -1.996, -1.992, -1.994, dan -1.998. Sedangkan pada tahun 1986 hasil analisis t-test Debt to Capitalization Ratio (X_6) adalah sebesar -2.874 sedangkan t-tabel sebesar -2.093. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984. Sedangkan pada tahun 1986 hanya Debt to Capitalization Ratio (X_6) yang signifikan dalam mempengaruhi Harga Saham (Y).

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sedangkan Debt to Capitalization Ratio (X_6) pada tahun 1986 mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol. Oleh karenanya, variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Bila dilihat lebih jauh lagi,

perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan pada tahun 1982, 1983, 1984 dan 1986 mempunyai nilai lebih besar dari F-rasio Tabel, sedangkan pada tahun 1979, 1980, 1981 dan 1985 F-rasio perhitungan nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) yang rendah, tetapi pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 Dividend Payout Ratio (X_1) menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol dan pada tahun 1986 Debt to Capitalization Ratio (X_6) menunjukkan koefisien regresi parsial yang signifikan tidak berbeda dengan nol. Keadaan di atas ini diduga karena adanya pengenaan pajak atas capital-gain dan pembayaran dividen-kas yang cukup tinggi serta jumlah perusahaan yang di analisis semakin berkurang karena belum semua memasukkan laporan keuangan dan neracanya. Disamping itu, bila dilihat dari hasil perhitungan koefisien determinasi parsialnya (r^2) sebagian besar Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar serta positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt To Capitalization Ratio (X_6). Keadaan ini diduga karena adanya dividen-kas yang cukup besar, keadaan ekonomi yang stabil.

TABEL : 6.17
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 DEBT TO CAPITALIZATION RATIO (X6) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI SINGAPURA
 1979 - 1986
 (MODEL V)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b6			b0	b1	b6	t1	t6				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1979	0.068	0.069	-0.228	-0.039	2.049	0.138	0.362	-1.960	-0.609	-0.253	-0.081	3.17	± 2.003	59	(Y) = 0.069 (X1)-0.000 (X6)-0.000
		0.191	0.116	0.064			0.719	0.055	0.545	0.064	0.007				
1980	0.005	0.514	-0.074	0.011	0.162	0.051	1.043	-0.533	0.113	-0.067	0.014	3.15	± 1.996	66	(Y) = 0.514 (X1)-0.074 (X6)0.011
		0.279	0.140	0.094			0.070	0.594	0.911	0.004	0.000				
1981	0.001	0.678	-0.243	0.033	2.718	0.074	3.147	-2.312	0.421	-0.282	0.053	3.15	± 1.996	65	(Y) = 0.678 (X1)-0.000 (X6)0.000
		0.215	0.165	0.079			0.003	0.024	0.675	0.079	0.003				
1982	0.111	0.443	-0.176	0.043	6.198	0.019	2.792	-2.024	0.744	-0.326	0.091	3.14	± 1.992	70	(Y) = 0.443 (X1)-0.176 (X6)0.000
		0.159	0.062	0.058			0.007	0.006	0.440	0.196	0.000				
1983	0.176	0.480	-0.209	-0.024	6.950	0.002	3.249	-3.499	-0.436	-0.417	-0.054	3.14	± 1.994	68	(Y) = 0.480 (X1)-0.000 (X6)-0.000
		0.148	0.057	0.055			0.002	0.000	0.665	0.174	0.003				
1984	0.126	0.313	-0.194	-0.022	4.322	0.018	1.797	-2.079	-0.324	-0.348	-0.042	3.15	± 1.998	63	(Y) = 0.313 (X1)-0.000 (X6)-0.000
		0.174	0.068	0.067			0.077	0.004	0.747	0.121	0.002				
1985	0.207	-1.949	0.172	-0.778	2.745	0.007	-2.052	0.686	-2.011	0.148	-0.402	3.47	± 2.074	24	(Y) = -1.949 (X1)0.176 (X6)-0.778
		0.950	0.251	0.307			0.053	0.500	0.057	0.022	0.162				
1986	0.377	-2.561	0.585	-1.003	5.434	0.014	-2.725	2.019	-2.074	0.430	-0.561	3.35	± 2.093	21	(Y) = -2.561 (X1)0.000 (X6)-0.000
		0.940	0.290	0.377			0.014	0.059	0.010	0.183	0.315				

6.3.6 Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt to Equity Ratio (X₇) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model VI (enam) sesuai Tabel : 6.18 dapat diketahui hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 1.210 sampai dengan 5.989, sedangkan F-rasio Tabel selama 8 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.11 sampai dengan 3.49 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dengan melihat hasil tersebut di atas ini maka dapat dikatakan bahwa F-rasio perhitungan sebagian nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel yaitu pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984, sehingga dapat dikatakan bahwa variasi kedua variabel bebas secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1979, 1980, 1985 dan 1986 F-rasio perhitungan nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebasnya yaitu Total Debt to Equity Ratio (X₇) dan Dividend Payout Ratio (X₁) tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Seterusnya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1979 sampai dengan 1986 antara 0.031 sampai dengan 0.166 dan ini berarti hanya 3.1% sampai dengan 16.6% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya.

Rendahnya hasil perhitungan koefisien determinasi (R^2) di atas ini diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan, total asset serta jenis perusahaan adalah berbeda dan ditambah dengan sering terjadi keluar masuknya perusahaan tidak sama, sehingga jumlah perusahaan dan jenis perusahaan menjadi tidak sama setiap tahunnya. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda positif, maka berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka pendek dan panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan hal ini dapat menurunkan harga saham di Pasar Modal. Berbeda halnya kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) rendah, maka hal ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity sehingga risiko finansial perusahaan menjadi rendah dan ini dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal.

Dilihat dari hasil perhitungan, maka besarnya koefisien regresi b_7 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda positif, ini diduga karena penggunaan pinjaman jangka pendek dan panjang dalam struktur modal perusahaan cukup besar. Akibatnya perusahaan dapat mengadakan perluasan dan investasi baru dalam usaha

mengadakan antisipasi terhadap peningkatan permintaan dalam situasi ekonomi dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Disamping itu penggunaan pinjaman jangka pendek dan panjang menyebabkan pengaruh dari Total Debt to Equity Ratio (X_7) searah terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1985 dan 1986 koefisien regresi b_7 bertanda negatif dan ini diduga karena adanya penurunan pinjaman jangka pendek dan panjang dalam struktur modal perusahaan, disamping jumlah perusahaan yang berkurang dan berganti-ganti. Koefisien regresi b_1 pada tahun 1979, 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984 bertanda negatif, hal ini diduga karena besarnya dividen-kas yang dibayarkan kepada pemegang saham sehingga golongan pemegang saham yang membayar pajak tinggi tidak puas dengan kebijakan dividen tersebut sehingga pengaruh kebijakan dividen menjadi berlawanan terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1985 dan 1986 koefisien regresi b_1 bertanda positif dan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan semakin kecil disamping adanya jumlah perusahaan yang semakin sedikit, serta stabilitas ekonomi dan moneter yang mantap. Akhirnya b_0 sebagai parameter konstanta bertanda negatif pada tahun 1985 dan 1986 dan hal ini diduga karena adanya penurunan harga saham.

Namun demikian, hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk maksud di atas ini perlu dilakukan uji

hipotesis dari masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 adalah -2.117, -2.573, -2.828, -3.240 dan -2.557 sedangkan t-tabel sebesar -1.995, -1.994, -1.994, -1.995, dan -1.997. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Dividend Payout Ratio (X_1) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984.

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata hanya Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1979, 1981, 1982, 1983 dan 1984 mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, Oleh karenanya variasi kedua variabel bebas tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi harga saham.

Bila dilihat lebih jauh lagi, perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan pada tahun 1981, 1982, 1983 dan 1984 mempunyai nilai lebih besar dari F-rasio Tabel dan F-rasio perhitungan pada tahun 1979, 1980, 1985 dan 1986 mempunyai nilai lebih kecil dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) yang rendah, tetapi hanya Dividend Payout Ratio (X_1) menunjukkan koefisien regresi parsial yang signifikan berbeda dengan nol. Keadaan di atas ini diduga karena adanya pengenaan pajak atas capital-gain dan pembayaran dividen-kas yang

cukup besar serta jumlah perusahaan yang dianalisis semakin berkurang karena belum semua perusahaan memasukkan laporan keuangannya.

Disamping itu bila dilihat dari hasil perhitungan koefisien determinasi parsialnya (r^2) sebagian besar Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Total Debt to Equity Ratio (X_7). Hal ini banyak disebabkan karena dividen-kas yang dibagikan cukup besar malahan banyak perusahaan industri yang membagikan dividen-kas lebih besar dari laba yang diperoleh pada tahun berjalan.

ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 TOTAL DEBT TO EQUITY RATIO (X7) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG TERDAFTAR DI PASAR MODAL
 DI SINGAPURA
 1979 - 1986
 (MODEL VI)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b7			b0	b1	b7	t1	t7				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - t	Sig - t	Sig - t	Partial ²	Partial ²				
1979	0.060	0.152	-0.242	0.065	2.330	0.105	1.745	-2.117	0.037	-0.240	0.004	3.13	± 1.995	76	Y _t = 0.152 (X1) - 0.242 (X7) + 0.065
		0.087	0.115	0.121			0.005	0.030	0.970	0.050	0.000				
1980	0.031	0.433	-0.131	0.155	1.305	0.277	4.050	-1.020	1.260	-0.113	0.139	3.11	± 1.993	84	Y _t = 0.433 (X1) - 0.131 (X7) + 0.155
		0.107	0.129	0.122			0.006	0.311	0.209	0.013	0.019				
1981	0.093	0.619	-0.247	0.100	4.055	0.021	0.010	-2.573	1.023	-0.270	0.114	3.11	± 1.994	82	Y _t = 0.619 (X1) - 0.247 (X7) + 0.100
		0.091	0.094	0.097			0.000	0.012	0.309	0.077	0.013				
1982	0.103	0.367	-0.167	0.057	4.572	0.013	5.571	-2.820	0.099	-0.302	0.100	3.11	± 1.994	83	Y _t = 0.367 (X1) - 0.167 (X7) + 0.057
		0.066	0.059	0.064			0.000	0.006	0.371	0.091	0.010				
1983	0.136	0.559	-0.189	0.089	5.989	0.004	0.010	-3.240	1.202	-0.340	0.145	3.12	± 1.995	79	Y _t = 0.559 (X1) - 0.189 (X7) + 0.089
		0.070	0.050	0.049			0.000	0.002	0.204	0.121	0.021				
1984	0.080	0.352	-0.175	0.003	3.290	0.043	4.441	-2.557	0.037	-0.294	0.005	3.13	± 1.997	71	Y _t = 0.352 (X1) - 0.175 (X7) + 0.003
		0.079	0.069	0.080			0.000	0.013	0.071	0.000	0.000				
1985	0.099	-0.274	0.297	-0.351	1.210	0.317	-0.945	1.175	-1.150	0.243	-0.230	3.44	± 2.069	85	Y _t = -0.274 (X1) + 0.297 (X7) - 0.351
		0.207	0.253	0.305			0.345	0.253	0.263	0.059	0.057				
1986	0.164	-0.254	0.505	-0.403	1.987	0.163	-0.735	1.621	-1.104	0.341	-0.300	3.49	± 2.080	23	Y _t = -0.254 (X1) + 0.505 (X7) - 0.403
		0.340	0.312	0.344			0.471	0.121	0.175	0.116	0.090				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

Kesimpulan :

Setelah melihat hasil analisis model I (pertama) sampai dengan model VI (enam) maka dapat diambil kesimpulan bahwa sebagian besar perhitungan F-rasio lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan keseluruhan variasi variabel bebas secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, tetapi besarnya koefisien determinasi (R^2) sebagian cukup rendah dan hal ini diduga karena klasifikasi perusahaan memang berbeda dalam besarnya, jenisnya dan total assetnya disamping sering terjadi keluar masuknya perusahaan dalam Pasar Modal, sehingga jumlah perusahaan yang di analisis tidak sama jumlah dan jenisnya. Bila dilihat lebih jauh lagi koefisien regresi parsial yang signifikan dan berbeda dengan nol adalah profitabilitas (Return On Investment dan Return On Equity) dan ini berarti para investor lebih memperhatikan profitabilitas dalam mengadakan pembelian saham karena mempunyai pengaruh yang lebih besar dalam mempengaruhi perubahan harga saham. Hal ini sesuai dengan apa yang dikatakan dalam The Residual Theory Of Dividend Policy. Disamping itu, bila dilihat dari hasil perhitungan koefisien determinasi parsialnya (r^2) maka profitabilitas (Return On Investment dan Return On Equity) lebih besar sumbangannya terhadap perubahan harga, walupun Dividend Payout Ratio mempunyai sumbangan juga dalam perubahan harga saham.

6.4 Analisis Hasil Penelitian Dengan Menggunakan Model Untuk Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal Di Thailand.

6.4.1 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Investment (X₂) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model I (pertama) sesuai Tabel : 6.19 menunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1984 memperlihatkan hasil antara 0.271 sampai dengan 4.574, sedangkan F-rasio Tabel selama 5 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.35 sampai dengan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil di atas ini menunjukkan F-rasio perhitungan selama 4 tahun berturut-turut yaitu tahun 1980, 1981, 1982 dan 1983 nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas meliputi Return On Investment (X₂) dan Dividend Payout Ratio (X₁) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1984 saja F-rasio perhitungan nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% variasi kedua variabel bebas secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Selanjutnya dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R²) selama 5 tahun yaitu dari tahun 1980 sampai dengan 1984 berkisar antara 0.020 sampai dengan

0.294 yang berarti hanya 2.0% sampai dengan 29.4% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu Return On Investment (X_2) dan Dividend Payout Ratio (X_1).

Hal ini diduga karena klasifikasi perusahaan dalam hal besarnya perusahaan, jenis perusahaan dan total asset banyak berbeda disamping jumlah perusahaan yang masih sedikit. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang positif/searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_2 bertanda negatif, maka ini mempunyai pengaruh yang negatif/ berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Investment (X_1) tinggi, para pemegang saham lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan ditahan saja dalam perusahaan untuk pengembangan dan investasi baru, dibandingkan dengan dibagikan kepada para pemegang saham dan kemudian diinvestasikan sendiri dengan tingkat suku bunga deposito yang lebih rendah. Dengan adanya keadaan yang demikian ini, akan dapat mendorong harga saham meningkat di Pasar Modal. Selanjutnya, semakin rendah Return On Investment (X_2) maka para pemegang saham akan lebih senang agar laba yang diperoleh perusahaan dibagikan saja kepada para pemegang saham untuk diinvestasikan sendiri. Berbeda halnya dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen-kas yang dibayarkan maka akan dapat

meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan hal ini sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy. Dengan tingginya dividen-kas maka para pemegang saham yang tergolong menginginkan pendapatan tetap berharap harga saham di Pasar Modal akan meningkat. Sebaliknya, semakin kecil dividen-kas yang dibayarkan maka para pemegang saham yang tergolong dalam pembayar pajak yang tinggi percaya bahwa perusahaan sudah mempunyai rencana investasi yang sangat menguntungkan sehingga akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar dikemudian hari daripada diinvestasikan sendiri oleh para pemegang saham dan kebijakan dividen ini sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy, sehingga akan berakibat dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal.

Dari hasil perhitungan, besarnya koefisien regresi b_2 selama 5 tahun berturut-turut bertanda positif. Keadaan ini diduga karena Return On Investment (X_2) cukup tinggi dan pertumbuhan ekonomi Thailand yang tinggi sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan besarnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda positif, hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan kepada pemegang saham cukup tinggi. disamping sebagian besar investor menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham. Hanya pada tahun 1983 besarnya koefisien regresi b_1 bertanda negatif, hal ini diduga karena cukup banyak perusahaan

membagikan dividen-kas lebih besar dari laba bersih yang diperoleh pada tahun berjalan dan banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen-kas sama sekali. Akibat dari kebijakan dividen di atas mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebas, bila tanpa melihat besarnya koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk keperluan ini dilakukan uji hipotesis terhadap masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Return On Investment (X_2) pada tahun 1984 adalah +2.997, sedangkan t-tabel sebesar +2.069. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka hanya Return On Investment (X_2) yang signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1984.

Selanjutnya berdasarkan perhitungan ternyata sebagian besar variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsial tidak signifikan berbeda dengan nol, kecuali pada tahun 1984 yang terlihat hanya Return On Investment (X_2) yang menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol. Karena itu dapat dikatakan tidak satupun variasi kedua variabel bebas tersebut dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Kalau dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) adalah rendah, sedangkan variasi kedua variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol, maka hal ini diduga karena adanya pengaturan harga saham yang tidak boleh naik ataupun turun lebih besar dari 10% setiap hari, tingkat suku bunga deposito yang cukup tinggi dengan inflasi yang dapat dikatakan rendah. Agar apa yang dijelaskan di atas ini menjadi lebih jelas lagi, maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata Return On Investment (X_2) pada tahun 1980, 1981 dan 1984 memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Keadaan ini diduga karena Return On Investment (X_2) tinggi, tingkat suku bunga deposito juga tinggi tetapi Return On Investment (X_2) masih jauh lebih tinggi daripada tingkat suku bunga deposito. Berbeda halnya pada tahun 1982 dan 1983 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Return On Investment (X_2), hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan tinggi.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
TABEL 6.19
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
RETURN ON INVESTMENT (X2) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI THAILAND
1980 - 1987
(MODEL I)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b0	b1	b2	r1	r2				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ¹				
1980	0.020	2.396	0.070	0.131	0.271	0.765	4.110	0.502	0.694	0.096	0.132	3.35	± 2.040	30	(Y) = 2.396 (X1) ^{0.020} (X2) ^{0.020}
		0.503	0.155	0.100			0.000	0.620	0.494	0.009	0.010				
1981	0.093	3.052	0.163	0.314	1.127	0.342	4.305	1.086	1.500	0.226	0.305	3.44	± 2.069	25	(Y) = 3.052 (X1) ^{0.093} (X2) ^{0.093}
		0.709	0.150	0.209			0.000	0.209	0.140	0.051	0.093				
1982	0.064	2.469	0.162	0.080	0.704	0.469	4.006	1.074	0.505	0.210	0.105	3.42	± 2.066	26	(Y) = 2.469 (X1) ^{0.064} (X2) ^{0.064}
		0.616	0.152	0.175			0.001	0.294	0.619	0.040	0.011				
1983	0.032	2.394	-0.074	0.096	0.303	0.606	1.920	-0.411	0.221	-0.003	0.064	3.42	± 2.066	26	(Y) = 2.394 (X1) ^{0.032} (X2) ^{0.032}
		1.247	0.179	0.436			0.067	0.685	0.027	0.007	0.002				
1984	0.294	4.600	0.701	0.771	4.374	0.022	3.629	1.915	2.997	0.370	0.530	3.44	± 2.069	25	(Y) = 4.600 (X1) ^{0.294} (X2) ^{0.294}
		0.833	0.366	0.257			0.000	0.069	0.007	0.143	0.290				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.4.2 Estimasi Analisis Multipel Regresi Return On Equity (X₃) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model II (dua) sesuai Tabel : 6.20 ditunjukkan bahwa perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1984 memperlihatkan hasil antara 0.148 sampai dengan 5.188, sedangkan F-rasio Tabel selama 5 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.35 sampai dengan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Hasil di atas ini memberi keterangan, bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1980 sampai dengan 1983 nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel dan hanya pada tahun 1984 F-rasio perhitungan nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama kedua variabel bebas meliputi Return On Equity (X₃) dan Dividend Payout Ratio (X₁) selama tahun 1980 sampai dengan 1983 tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1984 dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Lebih lanjut lagi dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama 5 tahun berturut-turut yaitu dari tahun 1980 sampai dengan 1984 berkisar antara 0.011 sampai dengan 0.320 dan ini berarti hanya 1.1% sampai dengan 32.00% variasi dari variabel tidak bebasnya

ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas. Keadaan di atas ini diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan, jenis perusahaan dan total asset berbeda untuk setiap perusahaan disamping jumlah perusahaan yang di analisis masih belum cukup besar.

Selanjutnya kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda positif maka ini berarti kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_3 bertanda negatif maka dapat diartikan kedua koefisien regresi tersebut mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Return On Equity (X_3) tinggi, maka perusahaan industri tersebut dikatakan menggunakan Equitynya dengan efisien dan efektif sehingga para pemegang saham percaya bahwa dikemudian hari perusahaan akan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar. Akibatnya, harga saham dapat naik di Pasar Modal. Demikian juga keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Return On Equity (X_3) rendah, ini berarti perusahaan industri tersebut tidak dapat menggunakan Equitynya secara efisien dan efektif. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal melakukan kebijakan dividen dengan membayarkan dividen-kas yang tinggi dan ini sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy.

Dengan membagikan dividen-kas yang tinggi diharapkan harga saham dapat meningkat. Berdasarkan hasil perhitungan, besarnya koefisien regresi b_3 selama 5 tahun berturut-turut bertanda positif, hal ini diduga karena Return On Equity (X_3) tinggi, keadaan ekonomi yang pertumbuhannya tinggi sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Untuk koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda positif dan diduga karena dividen-kas yang dibayarkan tinggi disamping sebagian besar pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham, sehingga hal ini mengakibatkan pengaruhnya searah terhadap perubahan harga saham. Pada tahun 1983 koefisien regresi b_1 bertanda negatif dan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan menurun, tingkat suku bunga deposito yang tinggi sehingga mempunyai akibat pengaruhnya berlawanan terhadap perubahan harga saham. Namun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan variabel tidak bebas, bila tanpa melihat besarnya koefisien regresi parsialnya, signifikan berbeda dengan nol atautkah tidak.

Berdasarkan perhitungan ternyata dari kedua variabel bebas yaitu Debt to Equity Ratio (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1980 sampai dengan 1983 tidak satupun yang menunjukkan koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sehingga variasi kedua variabel bebasnya tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk

mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1984, variasi kedua variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol dan karenanya Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) secara bersama-sama dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Hal di atas ini diduga karena Return On Equity (X_3) perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand cukup tinggi dan lebih tinggi dari beberapa negara Asean lainnya yaitu sampai 20 - 30% sedangkan Dividend Payout Ratio (X_1) juga cukup tinggi.

Kalau dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan sebagian besar nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) sebagian besar adalah rendah, sedangkan variasi kedua variabel bebasnya menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol, maka hal di atas ini kemungkinan disebabkan adanya pengaturan harga yaitu harga tidak boleh naik dan turun lebih dari 10% setiap harinya, tingkat suku bunga deposito yang cukup tinggi dengan tingkat inflasi yang dapat dikatakan terendah untuk beberapa negara Asean lainnya serta tingkat pertumbuhan ekonomi rata-rata setiap tahunnya cukup tinggi yaitu sebesar 6%. Agar apa yang dijelaskan di atas ini menjadi lebih jelas lagi, maka perlu dilihat juga besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel

bebas dan ternyata Return On Equity (X_3) pada tahun 1980, 1981 dan 1984 memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham. Ini diduga karena sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal memperoleh Return On Equity (X_3) yang cukup tinggi, malahan lebih besar dari laba operasional yang diperolehnya. Sedangkan pada tahun 1982 dan 1983 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Equity Ratio (X_3). Hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan kepada pemegang saham cukup tinggi, disamping tingkat suku bunga deposito yang rendah dan sebagian besar pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

TABEL 6.20
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI.
RETURN ON EQUITY (X3) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI THAILAND
1980 - 1987
(MODEL II)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b3			b0	b1	b3	t1	t3				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1980	0.011	2.224	0.054	0.111	0.140	0.063	4.792	0.376	0.487	0.072	0.093	3.35	1 2.048	30	(Y) = 2.224 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.000}
		0.473	0.149	0.227			0.000	0.710	0.630	0.005	0.009				
1981	0.042	2.498	0.122	0.296	0.728	0.494	4.582	0.834	1.204	0.175	0.249	3.44	1 2.049	25	(Y) = 2.498 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.000}
		0.589	0.146	0.246			0.000	0.412	0.241	0.031	0.062				
1982	0.055	2.231	0.117	0.026	0.444	0.325	5.423	0.876	0.166	0.180	0.035	3.42	1 2.044	26	(Y) = 2.231 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.000}
		0.411	0.133	0.157			0.000	0.390	0.870	0.032	0.001				
1983	0.035	2.327	-0.083	0.109	0.416	0.065	3.683	-0.618	0.334	-0.120	0.070	3.42	1 2.044	26	(Y) = 2.327 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.000}
		0.632	0.135	0.327			0.001	0.543	0.741	0.016	0.005				
1984	0.320	3.974	0.855	0.713	3.188	0.014	7.023	2.241	3.194	0.431	0.563	3.46	1 2.049	25	(Y) = 3.974 (X1) ^{0.000} (X3) ^{0.000}
		0.544	0.382	0.223			0.000	0.036	0.004	0.184	0.317				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Dikusus Kembali.

6.4.3 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt Ratio (X_4) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model III (tiga) sesuai Tabel 6.21 dapat dilihat besarnya perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1984 atau selama 5 tahun berturut-turut antara 0.123 sampai dengan 1.013 sedangkan F-rasio Tabel menunjukkan nilai antara 3.34 sampai dengan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini memberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan selama 5 tahun berturut-turut nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt Ratio (X_4) dan Dividend Payout Ratio (X_1) tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Selanjutnya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1980 sampai dengan 1984 antara 0.009 sampai dengan 0.084 dan ini berarti hanya 0.9% sampai dengan 8.4% variasi variabel tidak bebasnya ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Rendahnya koefisien determinasi (R^2) tersebut diduga karena klasifikasi atas besarnya perusahaan, jenis perusahaan dan total asset adalah berbeda disamping jumlah perusahaan yang masih belum cukup besar.

Selanjutnya, kalau koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Apabila koefisien regresi b_1 dan b_4 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan dengan perubahan harga saham. Secara teoritis, apabila Debt Ratio (X_4) tinggi, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan pinjaman dan risiko finansiiil perusahaan menjadi tinggi, sehingga harga saham akan turun di Pasar Modal. Demikian pula kalau terjadi keadaan sebaliknya yaitu Debt Ratio (X_4) rendah, maka sebagian besar asset perusahaan dibelanjai dengan equity dan risiko finansiiil perusahaan menjadi rendah sehingga harga saham akan meningkat di Pasar Modal. Setelah melihat hasil perhitungan, besarnya koefisien regresi b_4 pada tahun 1980, 1981 dan 1982 bertanda negatif, sedangkan pada tahun 1983 dan 1984 bertanda positif. Hal ini berarti terdapat perubahan-perubahan dalam besarnya pinjaman perusahaan. Besarnya koefisien regresi b_4 pada tahun 1980, 1981 dan 1982 bertanda negatif, hal ini diduga karena jumlah pinjaman perusahaan cukup besar yaitu berkisar antara 50 - 80% dari total assetnya. Malahan pada tahun 1981 dan 1982 besarnya pinjaman berkisar antara 50 - 90% dari total asset perusahaan. Besarnya pinjaman perusahaan tersebut mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham.

Pada tahun 1983 dan 1984 besarnya koefisien regresi b_4 bertanda positif dan ini diduga, karena adanya pertumbuhan ekonomi tinggi serta peningkatan permintaan pasar, sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham.

Untuk koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda positif dan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan tinggi disamping sebagian besar pemegang saham tergolong dalam kelompok yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham. Pada tahun 1983 besarnya koefisien regresi b_1 bertanda negatif dan ini diduga karena adanya peningkatan suku bunga deposito disamping tingkat inflasi yang meningkat.

Walaupun demikian hasil perhitungan di atas ini belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat perhitungan koefisien regresi parsialnya apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk keperluan ini perlu dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1984 adalah +3.194 dan +2.241, sedangkan t-tabel sebesar +2.069.

Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 maka kedua variabel bebas yaitu Return On Equity (X_3) dan Dividend Payout Ratio (X_1) adalah signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1984.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan ternyata tidak satupun variabel bebasnya yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol. Oleh karenanya kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) yang rendah dan seluruh variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsialnya signifikan tidak berbeda dengan nol, maka hal ini menunjukkan kemungkinan karena adanya pengaturan harga saham (Price Regulation) yaitu harga saham tidak boleh naik dan turun lebih besar dari 10% setiap harinya, disamping Debt Ratio (X_4) perusahaan industri yang masuk Pasar Modal cukup besar serta sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap.

Agar lebih jelas apa yang diutarakan di atas, maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1982 dan 1983

memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt Ratio (X_4). Hal ini disebabkan karena dividen-kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham memang cukup tinggi, malahan cukup banyak perusahaan yang membagikan dividen-kas lebih besar dari laba operasional yang diperoleh pada tahun berjalan. Selanjutnya pada tahun 1980, 1981 dan 1984 Debt Ratio (X_4) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Ini diduga karena Debt Ratio (X_4) cukup tinggi sehingga perusahaan dapat mengadakan pengembangan dan investasi baru untuk mengadakan antisipasi terhadap meningkatnya permintaan pasar.

TABEL 6.21
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT RATIO (X₂) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X₁)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI THAILAND
1980 - 1987
(MODEL III)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b ₀	b ₁	b ₂			b ₀	b ₁	b ₂	r ₁	r ₂				
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1980	0.609	1.878	0.030	-0.194	0.123	0.005	6.278	0.210	-0.434	0.040	-0.082	3.34	± 2.045	31	(Y) = 1.878 (X ₁) ^{0.609} (X ₂) ^{-0.194}
		0.302	0.140	0.447			0.000	0.835	0.448	0.002	0.907				
1981	0.604	1.593	0.040	-0.791	1.013	0.379	4.817	0.363	-1.422	0.077	-0.290	3.44	± 2.049	25	(Y) = 1.593 (X ₁) ^{0.604} (X ₂) ^{-0.791}
		0.345	0.111	0.554			0.000	0.720	0.169	0.004	0.884				
1982	0.655	2.040	0.104	-0.149	0.701	0.504	7.493	1.150	-0.417	0.230	-0.005	3.40	± 2.040	27	(Y) = 2.040 (X ₁) ^{0.655} (X ₂) ^{-0.149}
		0.272	0.089	0.407			0.000	0.258	0.401	0.053	0.807				
1983	0.645	2.257	-0.112	0.213	0.538	0.591	0.344	-0.920	0.591	-0.100	0.122	3.42	± 2.044	26	(Y) = 2.257 (X ₁) ^{0.645} (X ₂) ^{0.213}
		0.270	0.122	0.361			0.000	0.367	0.560	0.035	0.815				
1984	0.626	2.469	0.204	0.304	0.290	0.751	6.344	0.532	0.678	0.113	0.143	3.44	± 2.049	25	(Y) = 2.469 (X ₁) ^{0.626} (X ₂) ^{0.304}
		0.308	0.384	0.451			0.000	0.600	0.305	0.013	0.820				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.4.4 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Equity Ratio (X₅) Dengan Dividend Payout Ratio (X₁) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model IV (empat) sesuai Tabel : 6.22 dapat dilihat besarnya hasil perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1984 atau selama 5 tahun berturut-turut antara 0.041 sampai dengan 6.447 sedangkan F-rasio Tabel menunjukkan nilai antara 3.49 sampai dengan 3.68 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini dapat diberikan gambaran bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt to Equity Ratio (X₅) dan Dividend Payout Ratio (X₁) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1983 F-rasio perhitungan nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Selanjutnya dapat juga dilihat besarnya koefisien determinasi (R²) selama tahun 1980 sampai dengan 1984 antara 0.004 sampai dengan 0.446, dan ini berarti hanya 0.04% sampai dengan 44.6% variasi dari variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya. Rendahnya koefisien determinasi (R²) tersebut diduga karena

klasifikasi besarnya perusahaan, jenis dan total asset perusahaan adalah berbeda disamping jumlah perusahaan yang dianalisis kurang cukup besar. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda positif, berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_5 bertanda negatif, berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Equity Ratio (X_5) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan adalah tinggi dan akan berakibat harga saham di Pasar Modal turun. Berbeda halnya dengan Debt to Equity Ratio (X_5) rendah, maka ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity, sehingga risiko finansial perusahaan rendah dan hal ini akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Setelah melihat hasil perhitungan besarnya koefisien regresi b_5 pada tahun 1980, 1983 dan 1984 bertanda positif, sedangkan pada tahun 1981 dan 1982 bertanda negatif. Hal ini berarti terjadi perubahan-perubahan dalam kebijakan pembelanjaan perusahaan. Besarnya koefisien regresi b_5 pada tahun 1981 dan 1982 bertanda negatif, hal ini diduga karena besarnya pinjaman jangka panjang dalam struktur modal, sehingga dapat mengakibatkan pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1980, 1983 dan 1984 besarnya koefisien

regresi b_5 bertanda positif dan ini diduga karena pinjaman jangka panjang cukup besar dalam struktur modal. Besarnya pinjaman jangka panjang tersebut digunakan untuk mengadakan pengembangan dan investasi baru guna mengantisipasi adanya peningkatan permintaan akibat dari meningkatnya pertumbuhan ekonomi, sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Demikian juga dengan koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda positif dan ini diduga karena adanya dividen-kas yang tinggi disamping sebagian besar pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham. Akhirnya pada tahun 1983 besarnya koefisien regresi b_1 bertanda negatif dan ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan semakin menurun malahan ada beberapa perusahaan yang tidak membayarkan dividen sama sekali. Walaupun demikian hasil perhitungan di atas ini masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya, tanpa melihat perhitungan koefisien regresi parsial apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk keperluan ini dilakukan uji hipotesis untuk masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test.

Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Debt to Equity Ratio (X_5) pada tahun 1983 adalah +3.470, sedangkan t-tabel sebesar +2.110. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05

hanya Debt to Equity Ratio (X_5) adalah signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1983.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata hanya Debt to Equity Ratio (X_5) sebagai salah satu variabel bebas pada tahun 1983 saja yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol. Hal ini diduga karena Debt to Equity Ratio (X_5) sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal cukup tinggi walaupun ada beberapa perusahaan industri dengan Debt to Equity Ratio yang rendah. Selebihnya, pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 variasi kedua variabel bebas mempunyai koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol. Karenanya variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham.

Bila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan F-rasio perhitungan yang sebagian besar lebih kecil dari F-rasio Tabel, koefisien determinasi (R^2) yang amat rendah dan hampir seluruh variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol, maka keadaan seperti ini kemungkinan karena adanya pengaturan harga (Price Regulation) yaitu harga saham tidak boleh naik dan turun lebih besar dari 10% setiap harinya, disamping Debt to Equity Ratio perusahaan cukup tinggi serta sebagian besar para investor.

Untuk lebih jelasnya apa yang diutarakan di atas ini, maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata Debt to Equity Ratio (X_5) pada tahun 1981, 1983 dan 1984 memberikan sumbangan yang lebih besar dan positif terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini diduga karena Return On Equity (X_5) cukup tinggi disamping tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi. Sedangkan pada tahun 1980 dan 1982 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Equity Ratio (X_5). Keadaan ini terjadi karena dividen-kas yang dibagikan tinggi dan pertumbuhan ekonomi yang tinggi.

Number 1 Hasil Analisis Regresi Model Yang Sudah Dinonaktifkan

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - Test					F-label	t-label	N	CENTR PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b5			b0	b1	b5	K1	K5				
1980	0.604	2.008	0.417	0.004	0.041	0.940	7.395	0.273	0.026	0.061	0.006	3.49	1.2.000	23	(Y) = 2.008 (X1) + 0.417 (X5) - 0.004
1981	0.810	1.810	0.413	-0.070	0.139	0.972	5.959	0.320	-0.444	0.084	-0.119	3.68	1.2.120	10	(Y) = 1.810 (X1) + 0.413 (X5) - 0.070
1982	0.000	2.047	0.120	-0.011	0.770	0.400	7.790	1.229	-0.049	0.294	-0.017	3.63	1.2.110	19	(Y) = 2.047 (X1) + 0.120 (X5) - 0.011
1983	0.446	2.649	-0.099	0.269	0.447	0.009	-12.961	-0.936	3.470	-0.228	0.655	3.63	1.2.110	19	(Y) = 2.649 (X1) - 0.099 (X5) + 0.269
1984	0.056	2.403	0.243	0.099	0.417	0.640	7.957	0.442	0.540	0.113	0.143	3.60	1.2.120	10	(Y) = 2.403 (X1) + 0.243 (X5) + 0.099

TABEL 6.22
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 DEBT TO EQUITY RATIO (X5) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERJADAP HARGA SAHAM DALAM DOLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI JAWA BARU
 1980 - 1987
 (MODEL IV)

6.4.5 Estimasi Analisis Multipel Regresi Debt to Capitalization Ratio (X_6) Dengan Dividend Payout Ratio (X_1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model V (lima) sesuai Tabel 6.23 dapat dilihat besarnya perhitungan F-rasio dari tahun 1980 sampai dengan 1984 antara 0.048 dan 7.310, sedangkan F-rasio Tabel selama 5 tahun berturut-turut menunjukkan nilai antara 3.44 sampai dengan 3.68 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil tersebut di atas ini dapat diperoleh gambaran bahwa F-rasio perhitungan selama tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel, tetapi F-rasio perhitungan pada tahun 1983 nilainya lebih besar dari F-rasio Tabel. Dengan demikian secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas yaitu Debt To Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang cukup kuat terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1983, secara bersama-sama variasi kedua variabel bebas mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Gambaran selanjutnya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1980 sampai dengan 1984 antara 0.005 dan 0.477. Hal ini berarti hanya 0.05% sampai dengan 47.7% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebasnya yaitu Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Dividend Payout Ratio (X_1).

Rendahnya koefisien determinasi (R^2) tersebut diduga karena klasifikasi besarnya perusahaan jenis perusahaan serta total assetnya berbeda satu dengan yang lainnya disamping jumlah perusahaan yang kurang cukup besar.

Selanjutnya dapat pula dijelaskan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda positif, maka ini berarti mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_6 bertanda negatif maka ini berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Debt to Capitalization Ratio (X_6) tinggi, maka sebagian besar Capitalization perusahaan terdiri dari pinjaman jangka panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan akibatnya harga saham perusahaan akan menurun di Pasar Modal. Keadaan sebaliknya akan terjadi apabila Debt to Capitalization Ratio (X_6) rendah, sehingga risiko finansial perusahaan kecil sehingga akan dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Setelah melihat hasil perhitungan, maka dapat dikatakan besarnya koefisien regresi b_6 pada tahun 1980, 1981 dan 1982 bertanda negatif sedangkan pada tahun 1983 dan 1984 bertanda positif. Keadaan diatas ini menunjukkan adanya perubahan-perubahan dalam kebijakan pembelanjaan perusahaan.

Pada tahun 1980, 1981 dan 1982 koefisien regresi b_6 bertanda negatif dan ini diduga karena sebagian besar perusahaan menggunakan pinjaman jangka panjang yang kecil,

malahan terdapat beberapa perusahaan tidak menggunakan pinjaman jangka panjang sama sekali. Perusahaan semacam ini akan sulit mengadakan pengembangan dan investasi baru sehingga mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Sedangkan pada tahun 1983 dan 1984 koefisien regresi b_6 bertanda positif dan hal ini diduga karena ada peningkatan dalam penggunaan pinjaman jangka panjang, keuntungan yang semakin meningkat, pertumbuhan ekonomi yang tinggi sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Besarnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1983 bertanda positif dan ini diduga karena tingginya dividen-kas yang dibayarkan kepada pemegang saham, pertumbuhan ekonomi yang tinggi sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Hanya pada tahun 1983 besarnya koefisien regresi b_1 bertanda negatif, hal ini diduga karena dividen-kas yang dibayarkan menurun malahan ada beberapa perusahaan yang tidak membayarkan dividen sama sekali, sehingga mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Walaupun demikian hasil perhitungan di atas ini masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebasnya tanpa melihat perhitungan koefisien regresi partial apakah signifikan berbeda dengan nol ataukah tidak. Untuk maksud di atas ini maka perlu dilakukan uji hipotesis dari masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test.

Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Debt to Capitalization Ratio (X_6) pada tahun 1983 adalah +3.703, sedangkan t-tabel sebesar +2.110. Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 hanya Debt to Capitalization Ratio (X_6) adalah signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1983.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata Debt to Capitalization Ratio (X_6) pada tahun 1983 saja yang koefisien regresi parsialnya signifikan berbeda dengan nol, sedangkan untuk tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 tidak satupun dari kedua variabel bebasnya yang mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sehingga variasi kedua variabel bebas tersebut tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan mempengaruhi perubahan harga saham. Apabila dilihat lebih jauh lagi, hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan koefisien determinasi (R^2) yang rendah, F-rasio perhitungan sebagian besar lebih kecil dari F-rasio Tabel, sedangkan kedua variabel bebasnya sebagian besar menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan tidak berbeda dengan nol. Keadaan seperti di atas ini kemungkinan karena adanya pengaturan harga (Price Regulation) yaitu harga tidak boleh naik ataupun turun lebih tinggi dari 10% setiap harinya dan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang membeli saham untuk memperoleh pendapatan tetap.

Agar lebih jelas dengan apa yang diutarakan di atas ini, maka perlu dilihat besarnya koefisien determinasi parsialnya (r^2) dari kedua variabel bebas dan ternyata Debt to Capitalization Ratio (X_6) pada tahun 1981 dan 1983 memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Hal ini diduga karena Debt to Capitalization Ratio (X_6) sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal meningkat, sehingga dapat melakukan pengembangan dan investasi baru untuk mengantisipasi adanya peningkatan permintaan pasar. Untuk tahun 1980, 1982 dan 1984 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Debt to Capitalization Ratio (X_6). Hal ini diduga adanya pembayaran dividen-kas yang tinggi, pertumbuhan ekonomi yang tinggi serta pembatasan gerakan harga saham.

TABEL 4.11
ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
DEBT TO CAPITALIZATION RATIO (X6) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
DI THAILAND
1980 - 1987
(MODEL V)

Tahun	R ²	PARAMETER			F	Sig - F	t - test			Partial/r ²		F-tabel	t-tabel	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
		b0	b1	b2			b3	b4	β1	β2					
		Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.			Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partial ²	Partial ²				
1980	0.005	1.964	0.052	-0.024	0.010	0.953	5.186	0.303	-0.122	0.060	-0.027	3.49	± 2.000	23	(Y) = 1.964 (X1) + 0.005 (X2) - 0.024 (X3)
		0.379	0.171	0.190			0.000	0.765	0.904	0.005	0.001				
1981	0.023	1.697	0.047	-0.120	0.175	0.891	3.770	0.355	-0.520	0.091	-0.133	3.44	± 2.031	25	(Y) = 1.697 (X1) + 0.023 (X2) - 0.120 (X3)
		0.450	0.131	0.216			-0.002	0.720	0.811	0.000	0.010				
1982	0.000	2.067	0.120	-0.011	0.770	0.480	-7.770	1.229	-0.069	0.294	-0.017	3.63	± 2.110	19	(Y) = 2.067 (X1) + 0.120 (X2) - 0.011 (X3)
		0.263	0.104	0.155			0.000	0.237	0.916	0.000	0.000				
1983	0.477	2.041	-0.109	0.321	7.310	0.004	12.110	-1.054	3.703	-0.255	0.679	3.63	± 2.110	19	(Y) = 2.041 (X1) - 0.109 (X2) + 0.321 (X3)
		0.236	0.103	0.007			0.000	0.307	0.002	0.063	0.162				
1984	0.040	2.306	0.317	0.052	0.313	0.736	4.179	0.566	0.235	0.145	0.061	3.60	± 2.120	10	(Y) = 2.306 (X1) + 0.317 (X2) + 0.052 (X3)
		0.304	0.559	0.223			0.000	0.500	0.817	0.021	0.004				

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Disusun Kembali.

6.4.6 Estimasi Analisis Multipel Regresi Total Debt to Equity Ratio (X7) Dengan Dividend Payout Ratio (X1) Terhadap Harga Saham (Y) Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal.

Analisis model VI (enam) sesuai Tabel : 6.24, maka dapat dijelaskan bahwa perhitungan F-rasio selama tahun 1980 sampai dengan 1984 menunjukkan hasil antara 0.189 sampai dengan 0.780 sedangkan F-rasio Tabel menunjukkan nilai antara 3.34 dan 3.44 pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Dari hasil di atas ini dapat dijelaskan bahwa F-rasio perhitungan nilainya lebih rendah dari F-rasio Tabel, sehingga dapat dikatakan secara bersama sama variasi kedua variabel bebas yaitu Total Debt to Equity Ratio (X7) dan Dividend Payout Ratio (X1) tidak mempunyai pengaruh yang kuat terhadap perubahan harga saham.

Hasil perhitungan selanjunya dapat dilihat besarnya koefisien determinasi (R^2) selama tahun 1980 sampai dengan 1984 antara 0.013 sampai dengan 0.066 dan ini berarti hanya 1.3% sampai dengan 6.6% variasi variabel tidak bebas ditentukan oleh variasi kedua variabel bebas yaitu Total Debt to Equity Ratio (X7) dan Dividend Payout Ratio (X1). Rendahnya koefisien determinasi (R^2) di atas ini diduga karena adanya perbedaan dalam klasifikasi besarnya perusahaan dan jenis serat jumlah perusahaan yang diolah. Lebih jauh lagi kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda positif, maka berarti mempunyai pengaruh yang searah

terhadap perubahan harga saham. Sedangkan kalau koefisien regresi b_1 dan b_7 bertanda negatif maka berarti mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Secara teoritis, kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) tinggi, maka sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari pinjaman jangka pendek dan panjang, sehingga risiko finansial perusahaan menjadi tinggi dan hal ini dapat menurunkan harga saham di Pasar Modal. Berbeda halnya kalau Total Debt to Equity Ratio (X_7) rendah, maka hal ini berarti sebagian besar struktur modal perusahaan terdiri dari equity sehingga risiko finansial perusahaan menjadi rendah dan ini dapat menaikkan harga saham di Pasar Modal. Berdasarkan hasil perhitungan, maka dapat dijelaskan besarnya koefisien regresi b_7 pada tahun 1980, 1981 dan 1982 bertanda negatif sedangkan pada tahun 1983 dan 1984 bertanda positif. Keadaan ini memberikan keterangan bahwa terjadi perubahan-perubahan dalam struktur modal perusahaan. Untuk koefisien regresi b_7 bertanda negatif, diduga karena besarnya pinjaman jangka pendek dan panjang dalam struktur modal sehingga dapat mempunyai pengaruh yang berlawanan terhadap perubahan harga saham. Sedangkan untuk koefisien regresi b_7 yang bertanda positif, diduga karena adanya penurunan pinjaman jangka pendek dan panjang dalam struktur modal perusahaan yang berakibat mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham.

Besarnya koefisien regresi b_1 pada tahun 1980, 1981, 1982 dan 1984 bertanda positif, hal ini diduga karena adanya dividen-kas yang tinggi, pertumbuhan ekonomi yang tinggi serta sebagian besar pemegang saham termasuk dalam kelompok yang ingin memperoleh pendapatan tetap dalam membeli saham sehingga mempunyai pengaruh yang searah terhadap perubahan harga saham. Pada tahun 1983 koefisien regresi b_1 bertanda negatif dan ini diduga karena ada penurunan dividen-kas, malahan beberapa perusahaan tidak membayarkan dividen-kas sama sekali yang berakibat mempunyai pengaruh berlawanan terhadap perubahan harga saham. Namun demikian hasil perhitungan tersebut masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebas. tanpa melihat hasil perhitungan koefisien regresi parsialnya apakah signifikan berbeda dengan nol atautakah tidak. Untuk kepentingan ini maka perlu dilakukan uji hipotesis dari masing-masing koefisien regresi parsialnya dengan menggunakan uji t-test. Dari hasil analisis dapat dilihat bahwa besarnya perhitungan t-test Total Debt to Equity Ratio (X_7) dan Dividend Payout Ratio (X_1) pada tahun 1980 sampai dengan 1984 adalah -0.565, -1.247, -0.514, +0.408, +0.694 dan +0.338, +0.503, +1.200, -0.925, +0.546, sedangkan t-tabel sebesar ± 2.045 , ± 2.069 , ± 2.060 , ± 2.064 , ± 2.069 . Ini berarti dengan menggunakan tarap nyata 5% atau 0.05 hanya Total Debt to Equity Ratio (X_7) dan Dividend Payout Ratio (X_1) adalah

tidak signifikan dalam mempengaruhi harga saham (Y) pada tahun 1980, 1981, 1982, 1983 dan 1984.

Selanjutnya berdasarkan hasil perhitungan, ternyata tidak satupun variabel bebasnya yang mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sehingga tidak dapat digunakan secara bersama-sama untuk mengukur perubahan harga saham.

Kalau dilihat lebih jauh lagi, maka hasil perhitungan secara keseluruhan menunjukkan koefisien detriminasi (R^2) yang amat rendah, F-rasio perhitungan seluruhnya lebih rendah dari F-rasio Tabel, sedangkan tidak satupun variabel bebas menunjukkan koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, maka keadaan seperti di atas ini diduga karena adanya pengaturan harga (Price Regulation) yaitu harga tidak boleh bergerak naik ataupun turun lebih tinggi dari 10% setiap harinya, sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam kelompok yang menginginkan pendapatan tetap. Disamping itu, apabila dilihat dari koefisien determinasi parsialnya (r^2) ternyata Total Debt to Equity Ratio (X_7) pada tahun 1980, 1981 dan 1984 memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Dividend Payout Ratio (X_1). Sedangkan pada tahun 1982 dan 1983 Dividend Payout Ratio (X_1) memberikan sumbangan yang lebih besar terhadap perubahan harga saham dibandingkan dengan Total Debt to Equity Ratio (X_7).

TABEL : 6.24
 ESTIMASI ANALISIS MULTIPLE REGRESI
 TOTAL DEBT TO EQUITY RATIO (X7) DENGAN DIVIDEND PAYOUT RATIO (X1)
 TERHADAP HARGA SAHAM DALAM DOLLAR (Y)
 PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 DI THAILAND
 1980 - 1987
 (MODEL VI)

Tahun	PARAMETER			t - test				Partial/r		F-label	F-label	N	BENTUK PERSAMAAN REGRESI
	b0	b1	b7	b0	b1	b7	b7	b7					
	Std. Err.	Std. Err.	Std. Err.	Sig - T	Sig - T	Sig - T	Partiial	Partiial					
1980	2.483	0.048	-0.122	0.000	0.328	-0.555	0.064	-0.106	0.011	3.36	2 2.045	31	(Y) = 2.043 (X1) + 0.000 (X7) - 0.100
1981	2.177	0.152	0.216	0.000	0.738	0.576	0.004	0.011	0.011	3.41	2 2.069	25	(Y) = 2.177 (X1) + 0.000 (X7) - 0.200
1982	2.180	0.109	-0.109	0.000	1.200	-0.516	0.230	-0.104	0.011	3.40	2 2.060	27	(Y) = 2.180 (X1) + 0.000 (X7) - 0.100
1983	2.095	0.125	0.191	0.000	0.925	0.100	-0.109	0.005	0.007	3.42	2 2.065	26	(Y) = 2.095 (X1) + 0.000 (X7) + 0.000
1984	2.241	0.211	0.159	0.000	0.346	0.694	0.116	0.156	0.021	3.45	2 2.069	23	(Y) = 2.241 (X1) + 0.000 (X7) + 0.000

Sumber : Hasil Analisa Dengan Model Yang Sudah Dinyusun Kembali.

Kesimpulan :**A. Studi Empiris.**

Dari studi empiris dengan menggunakan alat analisis (Model I sampai dengan VI) dapat disimpulkan beberapa hal sebagai berikut :

Seluruh variabel bebasnya yang terdiri atas : Dividend Payout Ratio (X_1), Return On Investment (X_2), Return On Equity (X_3), Debt Ratio (X_4), Debt to Equity Ratio (X_5), Debt to Capitalization Ratio (X_6) dan Total Debt to Equity Ratio (X_7) tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, sebab ada perbedaan klasifikasi dari besarnya perusahaan dan jenis perusahaan. Namun demikian, hasil perhitungan tersebut masih belum dapat digunakan untuk mengukur keberhasilan estimasi variabel tidak bebas, tanpa mengadakan pengujian hipotesis dengan uji t-test.

Selanjutnya dapat pula disimpulkan yaitu besarnya koefisien determinasi (R^2) yang secara keseluruhan amat rendah. Hal ini juga dapat dilihat dari perhitungan F-rasio nilainya lebih kecil dari F-rasio Tabel pada tarap nyata 0.05 atau 5%. Sehingga dapat dikatakan secara bersama-sama variasi variabel bebas tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Dari hasil pengujian ternyata sebagian terbesar variabel bebasnya tidak mempunyai koefisien regresi parsial signifikan berbeda dengan nol, sehingga seluruh variabel bebas tidak dapat digunakan

secara bersama-sama untuk mengukur keberhasilan perubahan harga saham.

Hasil perhitungan koefisien determinasi parsialnya (r^2) juga menunjukkan bahwa tidak satupun variabel bebasnya yang mempunyai pengaruh cukup besar terhadap perubahan harga saham. Memang ada beberapa variabel bebas yang mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, tetapi pengaruhnya sangatlah kecil atau tidak signifikan pada taraf nyata 0.05 atau 5%.

Setelah melihat hasil analisis dari model I (pertama) sampai dengan model VI (enam) untuk seluruh perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean maka dapat dijawab hipotesis pokok dengan penjelasan sebagai berikut :

- 1.a Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dan Thailand, maka fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham yang signifikan pada taraf nyata 0.05 atau 5%. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia keadaan ini disebabkan karena adanya diskriminasi pengenaan pajak penghasilan (pendapatan deposito tidak dikenakan pajak sedangkan pendapatan dividen dikenakan pajak), tingginya tingkat suku bunga deposito serta keadaan ekonomi dan moneter yang sering mengalami

perubahan-perubahan dan adanya pengaturan harga yang cukup ketat. Sedangkan untuk Thailand keadaan ini disebabkan adanya pengaturan harga dan sebagian besar para pemegang saham tergolong mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham disamping sering terjadi perubahan ekonomi dan politik.

- 1.b Bagi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dan Singapura maka dapat dikatakan fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham yang signifikan pada taraf nyata 0.05 atau 5%. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia disebabkan karena profitabilitas lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito, keadaan ekonomi yang cukup stabil, inflasi yang rendah dan harga saham ditentukan besarnya permintaan dan penawaran. Keadaan di Singapura sebagian besar disebabkan karena harga sepenuhnya ditentukan oleh besarnya permintaan dan penawaran, keadaan ekonomi yang stabil serta profitabilitas lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito.

Dari jawaban terhadap hipotesis pokok di atas akan dapat dijawab beberapa sub-hipotesis sebagai berikut :

- 1.1 Bagi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Malaysia dan Thailand kebijakan investasi tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham di Pasar Modal, tetapi bagi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura kebijakan investasi mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham pada tarap nyata 0.05 atau 5%.
- 1.2 Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand kebijakan pembelanjaan tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham di Pasar Modal pada tarap nyata 0.05 atau 5%.
- 1.3 Bagi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Singapura dan Thailand maka kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham pada tarap nyata 0.05 atau 5%, tetapi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham pada tarap nyata 0.05 atau 5%.
- 1.4 Kebijakan investasi mempunyai pengaruh yang lebih besar hanya pada perusahaan industri yang mauk pasar

modal di Singapura dan Thailand sedangkan pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dan Malaysia maka kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang lebih besar.

2. Akhirnya keadaan di Indonesia dan Thailand dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation), maka tidak satupun fungsi manajemen pembelanjaan yang mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham. Dengan demikian pengaturan harga (Price Regulation) di Pasar Modal akan mengakibatkan peranan fungsi manajemen pembelanjaan tidak berpengaruh sama sekali terhadap perubahan harga sehingga sebagian besar perubahan harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal seperti perubahan kebijakan ekonomi dan moneter.

B. Studi Teoritis.

Dari jawaban atas keseluruhan hipotesis yang dikemukakan, maka dapat dirumuskan secara teoritis tentang manfaat penelitian ini bagi pengembangan ilmu pengetahuan khususnya dalam manajemen pembelanjaan yaitu sebagai berikut :

1. Apa yang diutarakan secara teoritis mengenai kecenderungan investor untuk membiarkan laba yang diperoleh perusahaan sebagai laba yang ditahan selama

perusahaan dapat memberikan pendapatan yang lebih besar dari pada apa yang dapat dilakukan investor, ternyata tidak sepenuhnya dapat diterima. Hal ini tergantung dari pada ada tidaknya pajak atas capital-gain, posisi para pemegang saham terhadap pajak dan motivasi investor dalam membeli saham. Dalam hal ini apa yang diutarakan dalam The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy yaitu laba perusahaan adalah milik para pemegang saham karenanya harus dibagikan sebesar-besarnya kepada para pemegang saham dan ini lebih sesuai dalam praktek.

2. Dalam praktek tidak ada apa yang disebut struktur modal yang optimal seperti apa yang diutarakan dalam Theory Traditional. Kenyataannya sebagian besar perusahaan industri melakukan kebijakan struktur modal pada batas antara sebelum dan sesudah mencapai titik optimal.

Sebagian perusahaan industri melakukan kebijakan struktur modal sebelum mencapai titik optimal.

3. Teori yang menyatakan kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham tidak sepenuhnya dapat dibenarkan, karena kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap harga saham sekalipun pengaruhnya hanya sedikit tetapi masih tetap positif. Dengan demikian The Residual Theory Of Dividend Policy yaitu dividen dibagikan kalau masih

ada sisa setelah digunakan untuk keperluan investasi, hal ini tidak sepenuhnya dapat dibenarkan.

4. Apa yang diutarakan Van Horne mengenai fungsi manajemen pembelanjaan yaitu kebijakan investasi, kebijakan pembelanjaan dan kebijakan dividen, sehingga ketiga fungsi manajemen pembelanjaan tersebut secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham atau kemakmuran para pemegang saham ternyata dalam hal ini tidak dapat diterima dalam uji coba dengan menggunakan model multipel regresi linier karena ada beberapa variabel yang multicolinierity, oleh karena itu uji coba dilakukan secara bertahap dengan dua variabel saja yaitu kebijakan dividen dengan kebijakan investasi dan atau kebijakan dividen dengan kebijakan pembelanjaan dan seterusnya.

C. Studi Kebijakan.

Dari studi ini juga terdapat alternatif kebijakan manajemen yang dapat dimanfaatkan baik oleh pihak pengusaha, investor maupun pemerintah sebagai berikut :

1. Dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) maka segala kebijakan yang dilakukan manajemen dalam kaitannya dengan seluruh fungsi manajemen pembelanjaan tidak akan memberikan hasil dalam

mempengaruhi perubahan harga saham. Hal ini malahan akan membuat pasar menjadi lesu dan tidak menarik bagi investor.

Untuk itu dalam usaha mengadakan perubahan harga saham pada kondisi pengaturan harga (Price Regulation) sebaiknya tidak mengadakan kebijakan dengan perubahan fungsi manajemen pembelanjaan.

2. Bagi investor, dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) maka tidak perlu lagi melihat kebijakan dalam hubungannya dengan fungsi manajemen pembelanjaan dan sebaiknya melihat faktor-faktor eksternal seperti perubahan situasi ekonomi dan moneter, pajak atas capital-gain dan dividen, suku bunga deposito, tingkat inflasi, informasi mengenai keadaan perusahaan dan faktor-faktor lain yang berhubungan dengan Pasar Modal.
3. Bagi pemerintah/Bapepam pengaturan harga akan mematikan proses pembentukan harga secara bebas sehingga hukum permintaan dan penawaran tidak berjalan dengan baik. Hal ini mengakibatkan lesunya aktivitas Pasar Modal.

B A B VII

KESIMPULAN DAN SARAN-SARAN

7.1 KESIMPULAN.

Dari hasil studi dan pembahasan analisis seperti yang telah diuraikan diatas, maka dapat disimpulkan beberapa hal yang pokok antara lain sebagai berikut :

1. Fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak punya pengaruh terhadap perubahan harga saham pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia dan Thailand.
 - a. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia sebelum tahun 1988 hal ini disebabkan adanya diskriminasi pengenaan pajak penghasilan (pendapatan deposito tidak dikenakan pajak sedangkan pendapatan dividen dikenakan pajak). Selain itu tingkat bunga deposito cukup tinggi dengan rata-rata 16% selama 9 tahun berturut-turut dari tahun 1980 sampai dengan 1987. Selanjutnya keadaan ekonomi di Indonesia masih sering mengalami perubahan-perubahan dan sebagian besar para pemegang saham tergolong dalam mereka yang menginginkan pendapatan tetap sehingga pembayaran dividen merupakan suatu kewajiban yang mutlak bagi perusahaan.

Terdapatnya pengaturan harga yang ketat yaitu harga hanya boleh bergerak keatas dan kebawah sebesar 4% setiap harinya, sehingga tidak menarik bagi investor yang menginginkan capital-gain. Penjelasan ini didukung dengan hasil pengujian secara statistik yang menyatakan ketiga fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% (lihat Tabel : 6.1 sampai dengan 6.6).

- b. Kedaan di Thailand sebagian besar disebabkan adanya pengaturan harga yaitu harga hanya boleh bergerak keatas dan kebawah sebesar 10% setiap harinya. Disamping itu sebagian besar para pemegang saham tergolong mereka yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham dan adanya perubahan ekonomi serta politik yang sering terjadi di negara tersebut. Kesimpulan tersebut didukung pula dengan hasil pengujian secara statistik yang menyatakan bahwa ketiga fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% (lihat Tabel : 6.19 sampai dengan 6.24).

2. Fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia dan Singapura.
 - a. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia disebabkan karena profitabilitas (Return On Investment dan Return On Equity) lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito yang berlaku. Walaupun pembayaran dividen-kas rendah, tetapi masih lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito tersebut. Pembayaran dividen-kas yang rendah tersebut, disebabkan adanya pajak atas dividen yang tinggi yaitu sebesar 35% dan untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham yang menginginkan pendapatan tetap. Keadaan ekonomi dan politik di Malaysia yang cukup stabil, memudahkan untuk mengadakan perencanaan di masa depan, tidak adanya pengaturan harga dan inflasi yang cukup rendah, sehingga harga saham ditentukan oleh besarnya penawaran dan permintaan. Kesimpulan di atas, didukung dengan hasil pengujian secara statistik yang menyatakan bahwa ketiga fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% (lihat Tabel : 6.7 sampai dengan 6.12).

b. Keadaan di Singapura yang sebagian besar disebabkan karena tidak adanya pengaturan harga sehingga harga saham dapat bergerak secara bebas sesuai dengan penawaran dan permintaan disamping keadaan ekonomi yang stabil sehingga profitabilitas (Return On Investment dan Return On Equity) lebih tinggi dari tingkat suku bunga deposito yang berlaku di negara tersebut. Demikian juga hampir sebagian besar perusahaan membagikan dividen-kas yang tinggi, hal ini disebabkan karena adanya pajak atas capital-gain yang tinggi.

Kesimpulan di atas tersebut, didukung pula dengan pengujian secara statistik yang menyatakan ketiga fungsi manajemen pembelanjaan secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham dengan menggunakan tarap nyata 0.05 atau 5% (lihat Tabel : 6.13 sampai dengan 6.18).

3. Kebijakan investasi, pembelanjaan dan dividen tidak satupun secara sendiri-sendiri dapat mempengaruhi perubahan harga saham pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia. Hal ini disebabkan adanya pengaturan harga yang ketat serta tingginya tingkat suku bunga deposito dan sering terjadi perubahan-perubahan ekonomi dan moneter.

4. Kebijakan investasi, pembelanjaan dan dividen tidak satupun secara sendiri-sendiri dapat mempengaruhi perubahan harga saham pada perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Thailand. Keadaan ini disebabkan karena adanya pengaturan harga, tingkat suku bunga deposito yang tinggi dan sebagian besar para pemegang saham menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham.
5. Kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia. Keadaan ini dapat terjadi karena pendapatan atas dividen masih lebih tinggi dari pendapatan atas deposito disamping keadaan pasar berjalan sesuai dengan permintaan dan penawaran.
6. Kebijakan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan harga saham perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Singapura. Keadaan ini disebabkan profitabilitas perusahaan masih lebih besar dari apa yang didapat diperoleh dari deposito dan adanya kecenderungan investor yang lebih menyukai capital-gain.
7. Kebijakan investasi mempunyai pengaruh yang lebih besar dibandingkan dengan kebijakan yang lainnya hanya pada perusahaan industri yang masuk pasar modal di Singapura

- dan Thailand, tetapi pada perusahaan industri yang masuk pasar modal di Indonesia dan Malaysia maka kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang lebih besar dibandingkan dengan kebijakan lainnya.
8. Tidak satupun fungsi manajemen pembelanjaan mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) di Pasar Modal Indonesia.
 9. Tidak satupun fungsi manajemen pembelanjaan mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) di Pasar Modal Thailand.
 10. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Singapura dan Thailand membagikan dividen sesuai dengan The-Bird-in-the-Hand Theory Of Dividend Policy yaitu membagikan dividen-kas yang cukup besar kepada para pemegang saham karena laba perusahaan sebenarnya milik para pemegang saham.
 11. Sebagian besar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia membagikan dividen sesuai dengan The Residual Theory Of Dividend Policy yaitu membagikan dividen-kas kalau masih ada sisa setelah digunakan untuk keperluan investasi. Hal ini disebabkan adanya pajak atas dividen yang cukup tinggi.

12. Sebagian perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia, Malaysia, Singapura dan Thailand melakukan kebijakan struktur modal pada batas antara sebelum dan sesudah mencapai titik optimal.
13. Teori yang menyatakan kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham tidak sepenuhnya benar karena kebijakan dividen ternyata masih mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham walaupun kecil tetapi masih tetap positif baik di Indonesia, Malaysia, Singapura maupun Thailand.
14. Dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) segala kebijakan yang dilakukan manajemen dalam kaitanya dengan seluruh fungsi manajemen pembelanjaan tidak akan memberikan hasil dalam hal mempengaruhi perubahan harga saham.
15. Dengan adanya pengaturan harga (Price Regulation) maka ketiga fungsi manajemen pembelanjaan tidak mempunyai pengaruh terhadap perubahan harga saham, sehingga para investor sebaiknya memperhatikan faktor-faktor eksternal seperti halnya : keadaan inflasi, tingkat suku bunga deposito, pertumbuhan ekonomi, keadaan politik dan stabilitas ekonomi dalam melihat perubahan harga saham.

16. Adanya pajak atas Capital-gain mendorong para pemegang saham untuk minta dividen-kas yang tinggi walaupun tingkat profitabilitas perusahaan lebih tinggi dari apa yang para pemegang saham dapatkan dengan menginvestasikan danannya dalam bentuk deposito. Dengan demikian profitabilitas dapat mempengaruhi harga saham di Pasar Modal.
17. Perusahaan Industri yang masuk Pasar Modal di Indonesia sebagian besar bekerja dengan efisiensi dan efektifitas yang lebih rendah dari perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di Malaysia, Singapura dan Thailand. Hal ini terjadi karena tingkat suku bunga deposito untuk jangka waktu 1 (satu) tahun di Indonesia paling tinggi di antara beberapa negara ASEAN lainnya.
18. Sebagian terbesar perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara ASEAN melaksanakan struktur modal dengan menggunakan dana equity yang lebih besar dari dana pinjaman jangka panjang. Malahan ada beberapa perusahaan tanpa menggunakan pinjaman jangka panjang sama sekali.
19. Pinjaman jangka pendek merupakan dana pinjaman yang cukup besar digunakan dalam operasi perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di beberapa negara Asean, malahan jauh lebih besar dari pinjaman jangka panjang. Untuk perusahaan industri yang masuk Pasar Modal di

Indonesia hal ini akibat dari besarnya resiko perubahan ekonomi dan moneter sehingga sulit untuk melaksanakan perencanaan jangka panjang.

20. Dengan adanya pajak atas dividen-kas yang cukup tinggi, perusahaan membagikan dividen-kas yang rendah atau Dividend Payout Ratio perusahaan rendah. Ini disebabkan sebagian terbesar dari para pemegang saham tergolong dalam masyarakat pembayar pajak yang cukup tinggi, sehingga pembayaran dividen-kas hanya untuk memenuhi sebagian para pemegang saham yang menginginkan pendapatan tetap dalam membeli saham.
21. Peranan PT. (Persero) Danareksa cukup besar dalam Pasar Modal di Indonesia karena menguasai sebagian besar saham yang beredar disamping Yayasan Dana Pensiun dan Asuransi, sehingga perusahaan terdorong melakukan kebijakan dividen yang cukup tinggi karena mereka membeli saham dengan tujuan untuk memperoleh pendapatan tetap setiap tahunnya sebagai salah satu alternatif lain dari memasukkan dana kedalam bentuk deposito.

7.2 SARAN-SARAN.

1. Walaupun pengaturan harga (Price Regulation) di Pasar Modal dicabut pada tahun 1988, namun masih perlu dilakukan persyaratan masuknya perusahaan dalam Pasar Modal dengan ketentuan :
 - a. Perusahaan tersebut harus membuat laporan keuangan dan neraca dalam 5 (lima) tahun berturut-turut dengan memperoleh laba bersih yang diukur dari Return On Equity selama 2 (dua) tahun berturut-turut sama dengan 10%.
 - b. Laporan keuangan dan neraca yang dilaporkan sebaiknya dalam bentuk Long-Form Report sehingga lebih banyak informasi yang dapat diperoleh dalam mengadakan analisis terhadap keadaan perusahaan.
2. Dalam Pasar Modal sebaiknya broker dan Dealer (pialang) diadakan spesialisasi sehingga investor akan dapat dengan mudah dan cepat memperoleh informasi dalam rangka membeli atau menjual sahamnya.
3. Agar diusahakan untuk dapat menjadikan saham dan obligasi sebagai alat yang amat liquid. Hal ini baru akan dapat terlaksana kalau Pasar Modal benar-benar melakukan manajemen dan administrasi secara baik.

4. Pemerintah sebaiknya menjaga stabilitas ekonomi khususnya di bidang moneter dalam jangka panjang sehingga tidak terlalu sering mengadakan perubahan-perubahan yang akan berakibat buruk bagi Pasar Uang dan Modal.
5. Sebaiknya pemerintah mengadakan deregulasi dalam seluruh aspek perekonomian secara serentak dan tidak secara parsial, sehingga menjamin adanya stabilitas ekonomi dalam jangka panjang.
6. Para pengusaha agar memanfaatkan obligasi dalam struktur modalnya, sepanjang biaya bunga obligasi masih lebih rendah dari biaya pengeluaran saham baru.
7. Sebaiknya Pemerintah berusaha menciptakan situasi ekonomi yang dapat menurunkan tingkat suku bunga deposito sehingga tidak terlalu jauh berbeda dengan tingkat suku bunga deposito rata-rata di beberapa negara ASEAN agar tingkat efisiensi dan efektifitas perusahaan dapat ditingkatkan.
8. Pemerintah seyogyanya membiarkan pembentuk harga saham sesuai dengan kekuatan penawaran dan permintaan pasar dan melakukan kebijakan perpajakan dalam membatasi gerakan spekulasi yang berlebihan.

9. Perusahaan industri yang masuk Pasar Modal sebaiknya menyerahkan laporan keuangan dan neraca dalam 6 bulanan atau 4 bulanan sehingga informasi mengenai keadaan perusahaan lebih cepat dapat diketahui. Jadi tidak seperti sekarang yang sebagian besar hanya menyerahkan laporan sekali dalam setahun (laporan tahunan).

10. Agar memberikan sanksi pada perusahaan yang masuk Pasar Modal apabila terbukti menggunakan dana yang diperoleh dari masyarakat tidak sesuai dengan apa yang dijelaskan dalam prospektusnya.

DAFTAR PUSTAKA

1. Ari Sudarman, Teori Ekonomi Mikro, BPFE - Yogyakarta, Edisi kedua, Yogyakarta, 1986.
2. B.O. Economica - FEUI - PT (Pesero) Danareksa, Pasar Modal di Indonesia, Gagasan dan Tanggapan, Jakarta, 1987.
3. Babcock Gove Philip, Phd. Webster's Third New International Dictionary of The English Language Unabridged, Merriam + Webster Inc. Publisher, USA, 1986.
4. Bapepam, Petuniuk Pelaksanaan Perdagangan Efek di Bursa, Jakarta, 1984.
5. Berman H.D, The Stock Exchange, Pitman Publishing, Sixth Edition, Great Britain, 1973.
6. Bolten, Steven J., Manajerial Finance, Principle and Practice, Houghton Mifflin Coy, USA, 1976.
7. Brealy Richard and Mayers Stewart C, Principle of Corporate Finance, Mc Grow-Hill, Inc. Firsth Edition, USA, 1981.
8. Brigham Eugene F., Financial Management Theory and Practice, The Dryden Press, Second Edition, USA, 1979.
9. Böhm Bawerk Eugen Von, A Dictionary of Economic, Penguin Books, First Published, USA, 1972.
10. Cooly Philip L. and Roden Peyton Foster, Business Financial Management, The Dryden Press, First Edition, USA 1988.
11. Departemen Penerangan RI, Pasar Modal dan Pembangunan Nasional, Jakarta, 1984.
12. Finnerty John D, Corporated Financial Analysis A Comprehensive Guide to Real world Approoches for financial Managers, Mc. Grow-Hill Coy, First Edition, USA, 1986.
13. Gifis Steven H, Low Dictionary, Borrnon's Education Servis, Inc., New York, USA, 1975.

14. Gitman Lowrence J, Principle of Managerial Finance, Harper Row Publisher, Third Edition, USA, 1982.
15. Gujarati Domador, Basic Econometrics, McGrow Hill Inc, Second Printing, Japan, 1979.
16. Hampton John J, Financial Decision Making. Concepts, Problems and Cases, Prentice-Hall Inc, Third Edition, USA, 1983.
17. Hanks, Patrik, Long, Hill Thomas and Urdang Lourence, Collins Dictionary Of The English Longuage, William Collins Sons & Co. Ltd, First Published, London, 1979.
18. Horim Moshe Ben, Essentials of Corporate Finance, Allyn and Bacon Inc. First Edition, USA, 1987.
19. Joko Mursinto, Ekonometri sebagai salah satu alat analisis ekonomi, FE-UNAIR, Surabaya, 27 Januari 1990.
20. Kelijian Harry H and Oates Wallace. E, Introduction To Econometrics. Principles And Applications, Harper and Row Publisher, Second Edition, New York, 1981.
21. Kementrian Kewangan Malaysia, Laporan Ekonomi 1985/1986, Jabatan Percetakan Negara, Kuala Lumpur, 1985.
22. Koutsoyiannis. A, Theory Of Econometrics, MacMillan Publisher Ltd, Second Edition, Hong Kong, 1985.
23. Leffler George L, The Stock Market, The Ronald Press Company, Third Edition, USA, 1963.
24. Levy Haim & Sarnat Marshall, Capital Investment and Financial Decisions, Prentice Hall International, First Edition , London, 1978.
25. Menteri Keuangan Republik Indonesia, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1980/1981 s/d 1981/1982, Jakarta, 1982.
26. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1981/1982 s/d 1982/1983, Jakarta, 1983.
27. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1982/1983 s/d 1983/1984, Jakarta, 1984.

28. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1983/1984 s/d 1984/1985, Jakarta, 1985.
29. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1984/1985 s/d 1985/1986, Jakarta, 1986.
30. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1985/1986 s/d 1986/1987, Jakarta, 1987.
31. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1986/1987 s/d 1987/1988, Jakarta, 1988.
32. _____, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan Pendapatan Negara 1987/1988 s/d 1988/1989, Jakarta, 1989.
33. Paish FW & Briston RJ, Bussines Finance, Pitman Publishing Ltd, Fifth Edition, UK, 1978.
34. Poerwodarminto, Kamus Umum Bahasa Indonesia, PN. Balai Pustaka, Cetakan V, Jakarta, 1976.
35. Puspa Yan Pramadya, Kamus Hukum. Edisi Lengkap Bahasa Belanda, Indonesia dan Inggris, CV. Aneka, Semarang, 1977.
36. Reilly Frank K, Investment Analysis and Portfallo Management, The Dreyder Press, First Edition, USA, 1979,
37. Samuelson Paul A. & Nordhous William D, Ecomomics, Mc GrowHill, Inc, Twelfth Edition, USA, 1985.
38. Scall Lowrence D and Haley Charles W, Introduction to financial Manajemen, Mc. Grow-Hill Book Co, Fourth Edition, USA, 1986.
39. Solomon Ezra and Pringle John J, An Introduction to Financial Management, Good Year PublishingCo, First Edition, USA, 1977.
40. Spurr William A and Bonini Charles P, Statistical Analysis For Business Dicetions, Richard D Irwin Inc, Fourth Printing, USA, 1974.
41. The Kuala Lumpur Stock Exchange, Anual Companies Handbook, Kuala Lumpur, 1985, Vol : XI.

42. The Securities Exchange Of Thailand, Regulation & Governing The Securities Exchange Of Thailand, Bangkok, 1981.
43. _____, Companies Handbook, Bangkok, 1984.
44. The Stock Exchange Of Singapore, Companies Handbook, Book One, Vol : XV, Singapore, 1981.
45. _____, Companies Handbook, Book One, Vol : XVIII, Singapore, 1984.
46. _____, Companies Handbook, Book One, Vol : XX, Singapore, 1988/1989.
47. _____, Fact Book, Singapore, 1978.
48. _____, Fact Book, Singapore, 1979.
49. _____, Fact Book, Singapore, 1980.
50. _____, Fact Book, Singapore, 1981.
51. _____, Fact Book, Singapore, 1982.
52. _____, Fact Book, Singapore, 1983.
53. _____, Fact Book, Singapore, 1984.
54. _____, Fact Book, Singapore, 1985.
55. _____, Fact Book, Singapore, 1986.
56. _____, Fact Book, Singapore, 1987.
57. Tim Penyusun Kamus Pusat Pembinaan dan Pengembangan Bahasa.
58. Departemen P Dan K, Kamus Besar Bahasa Indonesia, Balai Pustaka, Cetakan ke - I, Jakarta, 1988.
59. Van Horne James C., Financial Manaiement and Policy, Prentice Hall Inc., Fifth Edition, USA, 1980.
60. Weston Fred J & Brigham Eugene F, Managerial Finance, Halt Rinehart and Winstone, Sixth Edition, London, 1979.
61. Weston Fred J and Copeland Thomas E. Managerial Finance, The Dryden Press. Eight Edition, USA, 1986.

Journal/Majalah

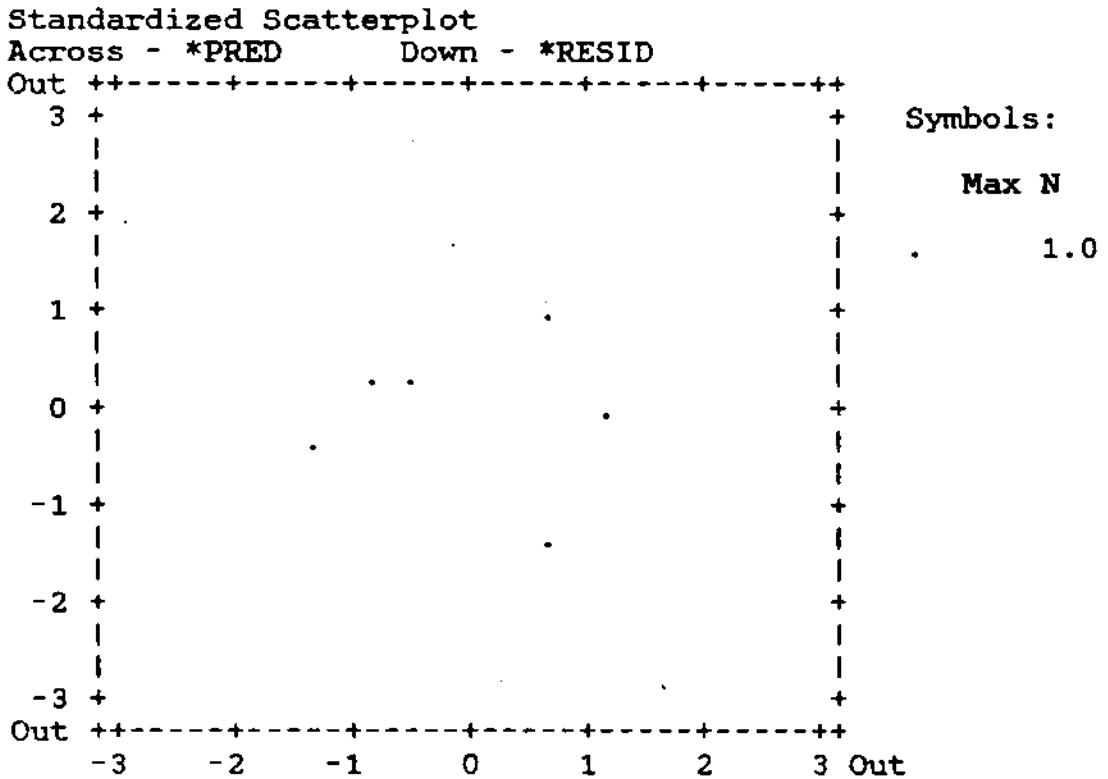
62. BAT PT, Laporan Tahunan 1981 s/d 1988, Jakarta, 1988.
63. BATA PT, Laporan Tahunan 1982 s/d 1988, Jakarta, 1988.
64. BAYER PT, Laporan Tahunan 1982 s/d 1988, Jakarta, 1988.
65. Bahaudin Darius, Tinjauan singkat tentang Venture Capital Enterprise, Infobank, Vol: IX no. 93, September 1987, Jakarta.
66. Bank Indonesia, Laporan Tahunan 1978/1979 s/d 1988/1989, Jakarta, 1989.
67. Bank of Thailand, Annual Economic Report 1979-1985, Bangkok, 1985.
68. Bir Bintang PT, Laporan Tahunan 1982 s/d 1988, Jakarta, 1988.
69. Black, F. and Scholes, MS, The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on common Stock Prices and Returns, Journal of Financial Economic, 1 (June 1974).
70. Böumol, Hein, Malciel and Quandt, "Earnings Retention, New Capital and the Growth of the firm" The Review of Economic and Statistic, 52 (November 1970).
71. Century Textile Indonesia. PT, Laporan Tahunan 1979 s/d 1988, Jakarta, 1988.
72. Cibinong PT, Laporan Tahunan 1979 s/d 1988, Jakarta, 1988.
73. Danareksa PT, Laporan Tahunan 1988, Jakarta, 1988.
74. Delta Jakarta PT, Laporan Tahunan 1984 s/d 1988, Jakarta, 1988.
75. Development And Planing Office Securities Exchange Of Thailand, Annual Report 1985, Bangkok, 1985.
76. Fama Eugene F, The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms, Americans Economic Review, XXXXXXIV, (June 1974).
77. Goodyear PT, Laporan Tahunan 1980 s/d 1988, Jakarta, 1988.

78. Gordon Myron D, Dividend, Earnings and stock Prices, Review of Economics and Statistics, XXXI (May, 1959).
79. Indonesian Capital Market, Fact Book 1986, Jakarta, 1986.
80. Lintner John, Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supplay of Capital to Corporation, Review of Economic and Statistic, August, 1962.
81. Litzenberger and Ramaswamy, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices Theory and Empirical Evidence, Journal of Financial Economics, VII (June 1979).
82. Merck Indonesia PT, Laporan Tahunan 1981 s/d 1988, Jakarta, 1988.
83. Meyers Stewart C, Interactions of Corporate Financing and Investment Dicions - Implications for Capital Budgeting, The Journal of Finance, No. 1, Volume XXXIX, USA, 1974.
84. Meyers Stewart C, and Pogue Gerald A, A Programming Approach to Corporate Financial Management, The Journal of Finance, No. 1, Volume XXXIX, USA, 1974.
85. Modigliani Franco & Miler Merton H, Dividend Policy, Growth and the valuation of shares, Journal of Business, XXXIV (October 1961).
86. Pfizer PT, Laporan Tahunan 1984 s/d 1988, Jakarta, 1988.
87. Prodentia PT, Laporan Tahunan 1985 s/d 1988, Jakarta, 1988.
88. Regnis PT, Laporan Tahunan 1984 s/d 1988, Jakarta, 1988.
89. Sarihusada PT, Laporan Tahunan 1983 s/d 1988, Jakarta, 1988.
90. Squibb PT, Laporan Tahunan 1984 s/d 1988, Jakarta, 1988.
91. Sucacco PT, Laporan Tahunan 1984 s/d 1988, Jakarta, 1988.
92. Tificorp PT, Laporan Tahunan 1980 s/d 1988, Jakarta, 1988.

93. Toggart, Robert A. JR, A Model of Corporate Financing Decisions, The Journal of Finance, No. 5, Volume XXXII, USA, 1977.
94. Unilever PT, Laporan Tahunan 1982 s/d 1988, Jakarta, 1988.
95. Unitex PT, Laporan Tahunan 1982 s/d 1988, Jakarta, 1988.
96. Vicks PT, Laporan Tahunan 1980 s/d 1988, Jakarta, 1988.
97. Walter James E, Dividend Policy : Its influence on the value of the Enterprice, Journal of Finance, Vol : XVIII, No : 2b (May 1963).

Lampiran 1

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Indonesia
 Tahun 1980



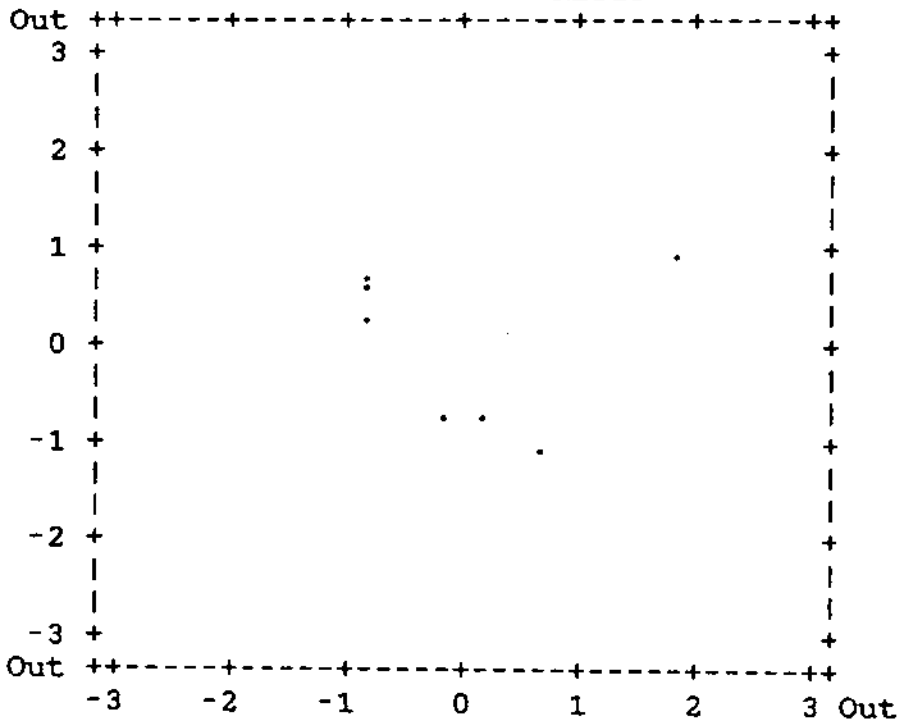
Lampiran 6

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Malaysia
 Tahun 1980

Standardized Scatterplot

Across - *PRED

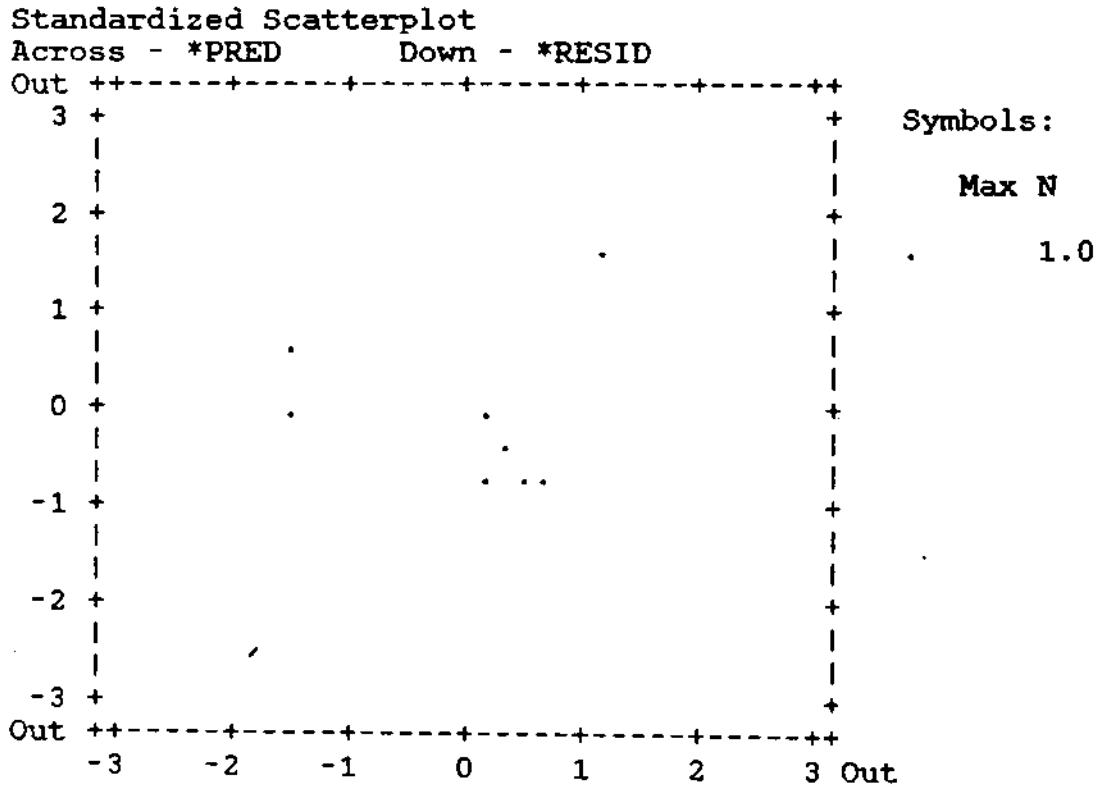
Down - *RESID



Symbols:
 Max N
 . 1.0
 : 2.0

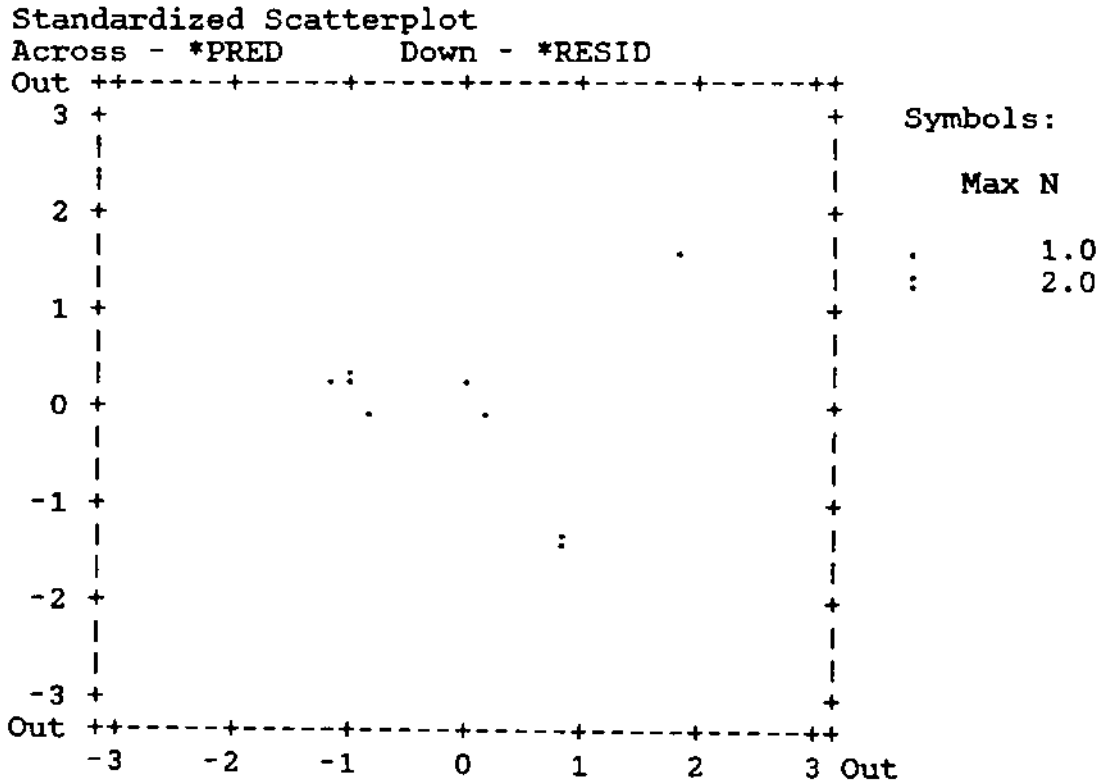
Lampiran 7

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Malaysia
 Tahun 1981



Lampiran 8

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Malaysia
 Tahun 1982



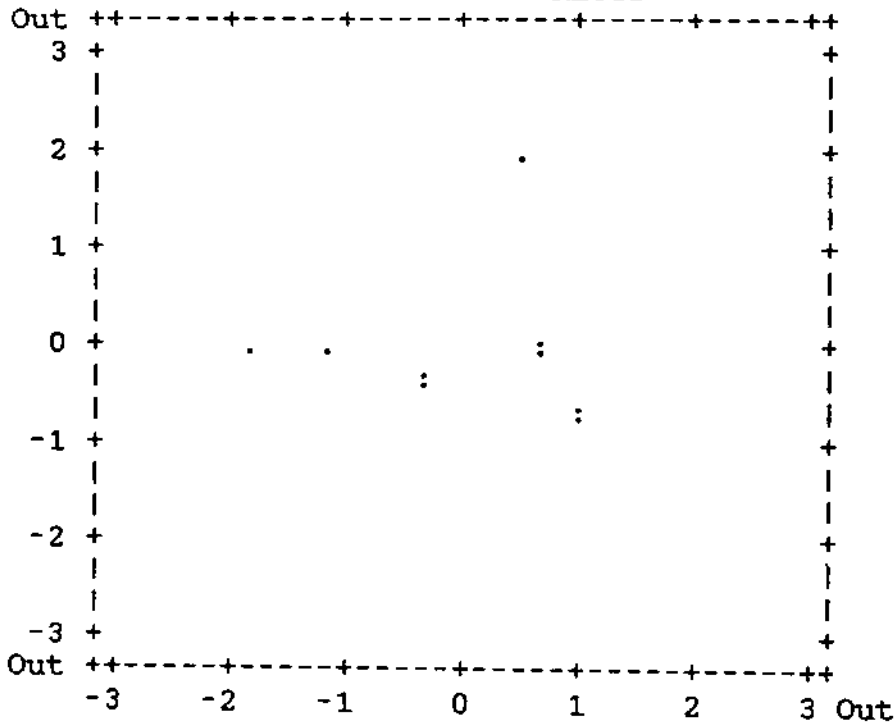
Lampiran 9

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Malaysia
 Tahun 1983

Standardized Scatterplot

Across - *PRED

Down - *RESID



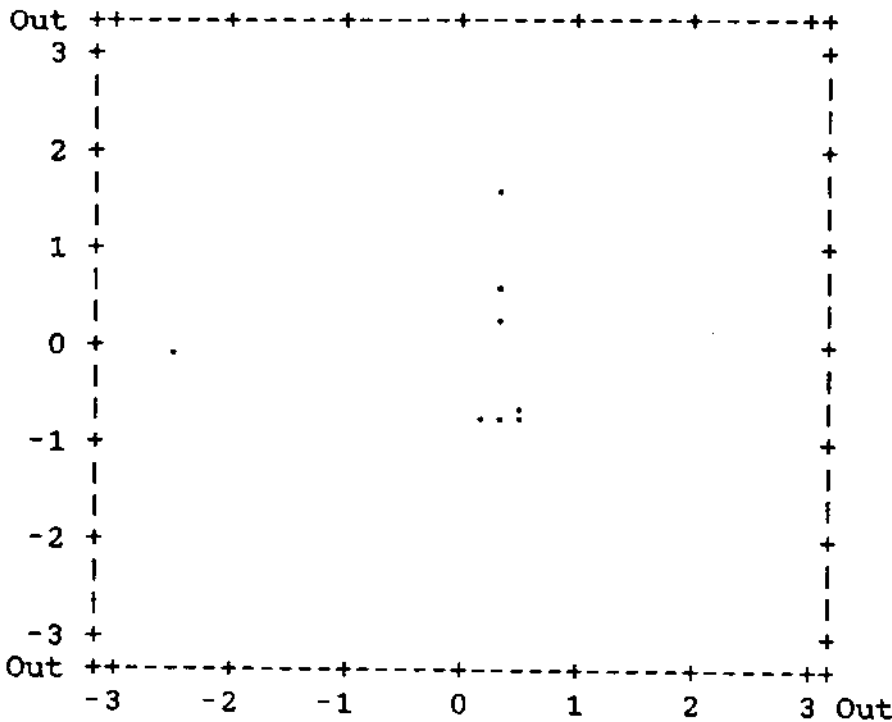
Lampiran 10

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Malaysia
 Tahun 1984

Standardized Scatterplot

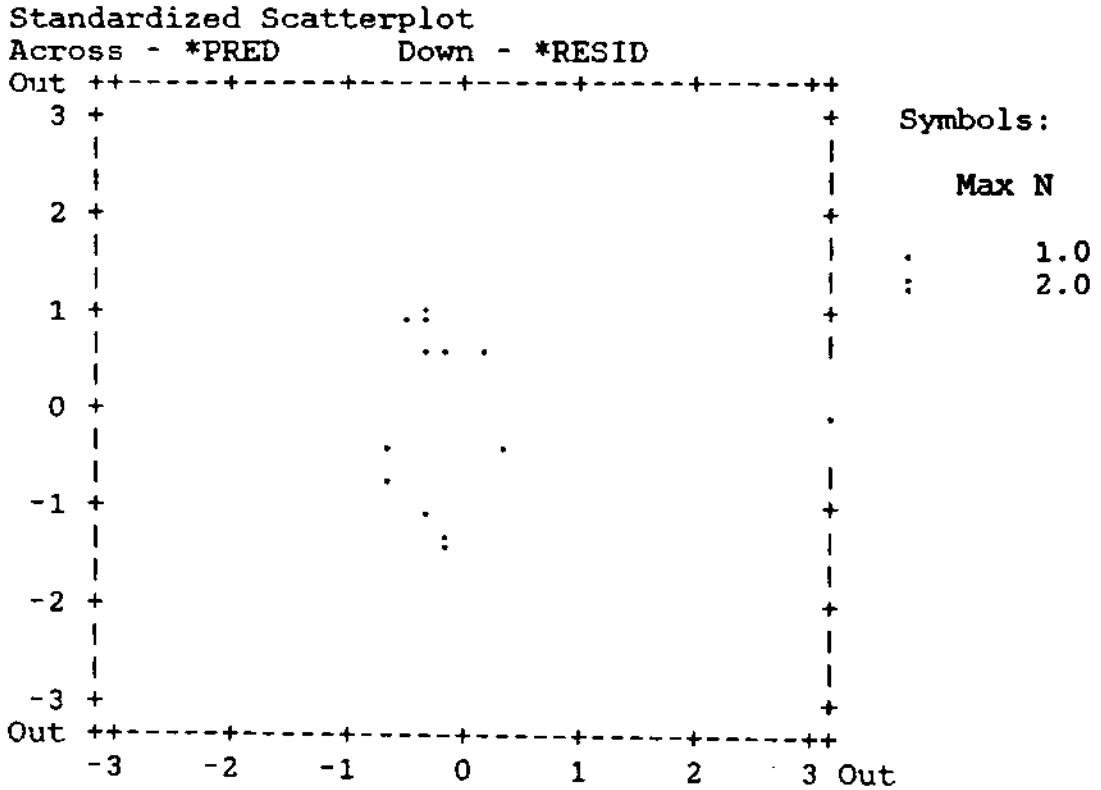
Across - *PRED

Down - *RESID



Lampiran 13

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Singapura
 Tahun 1982



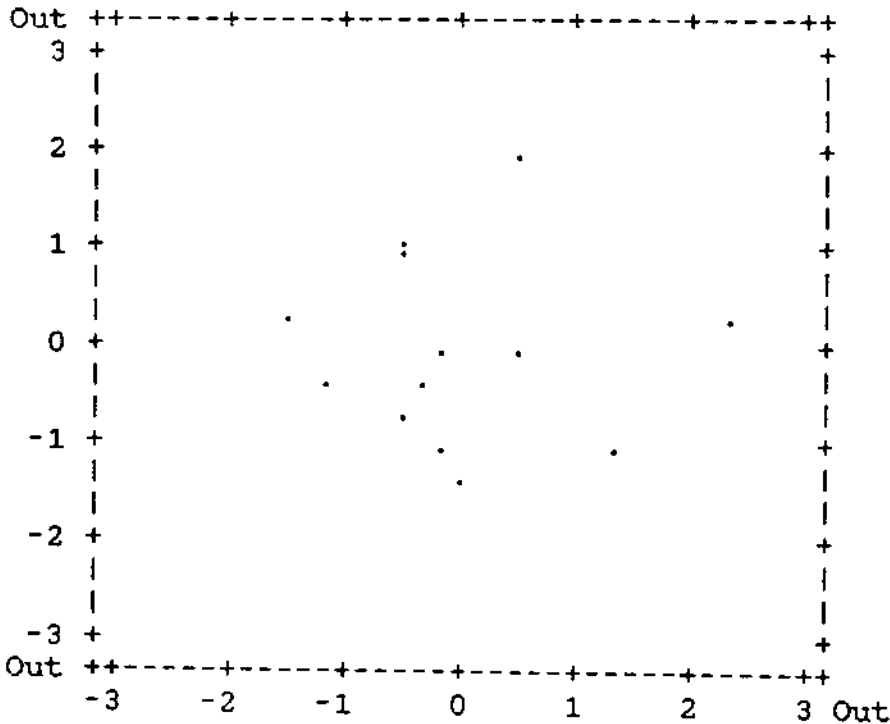
Lampiran 15

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Singapura
 Tahun 1984

Standardized Scatterplot

Across - *PRED

Down - *RESID



Symbols:

Max N

. 1.0
 : 2.0

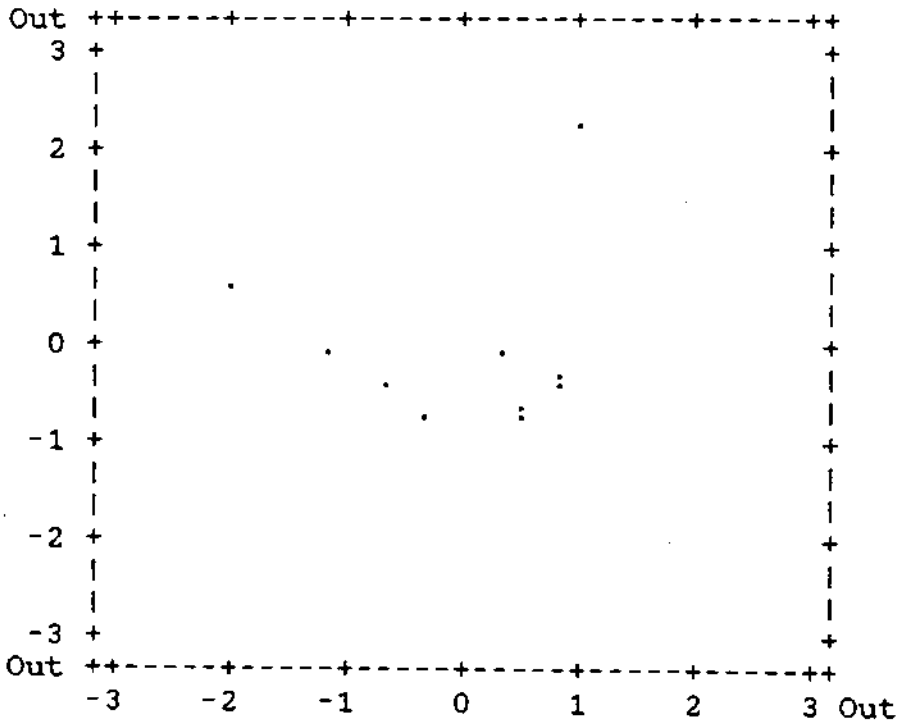
Lampiran 16

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Thailand
 Tahun 1980

Standardized Scatterplot

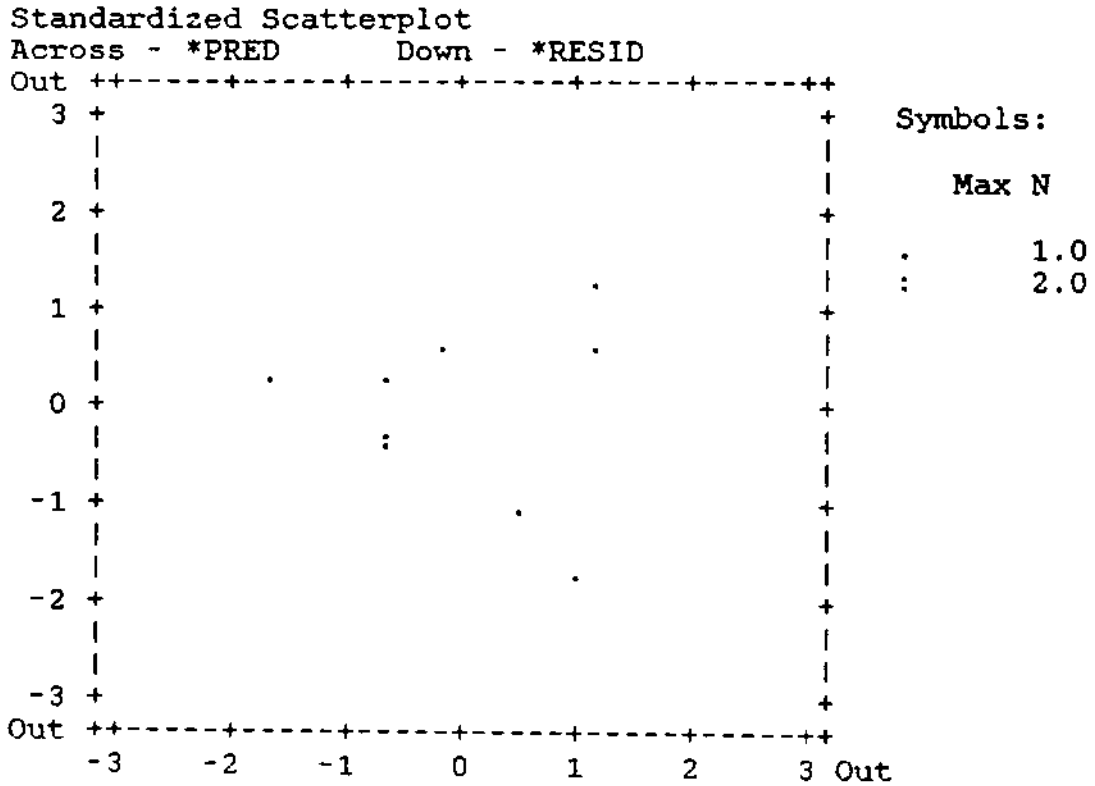
Across - *PRED

Down - *RESID



Lampiran 17

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Thailand
 Tahun 1981



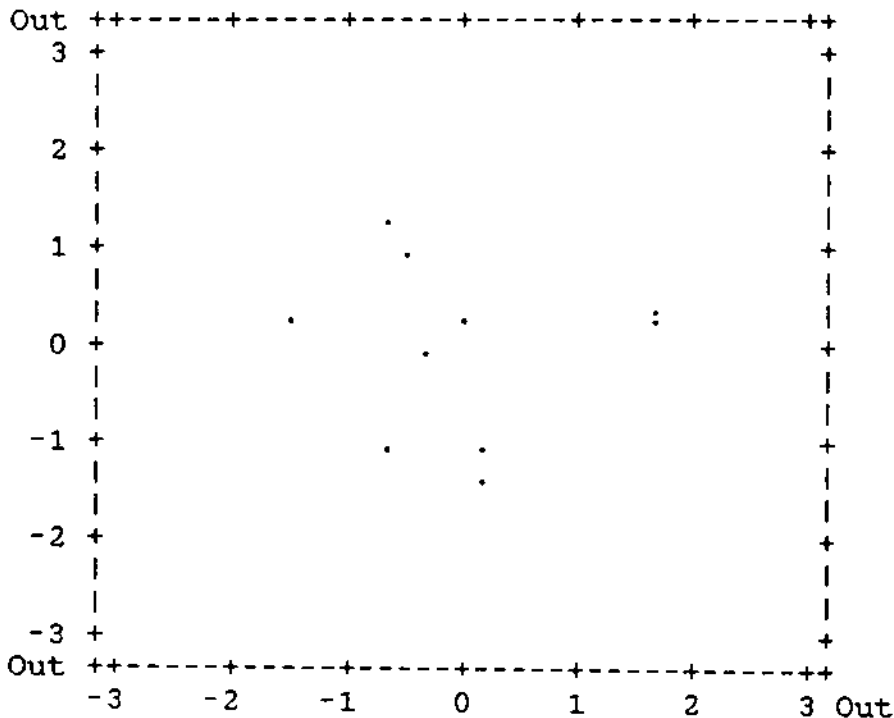
Lampiran 19

Skater Diagram Multipel Regresi Linier
 Return On Investment (X2) Dengan Dividend Payout Ratio (X1)
 Terhadap Harga Saham (Y)
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal
 Di Thailand
 Tahun 1983

Standardized Scatterplot

Across - *PRED

Down - *RESID



Symbols:

Max N

. 1.0
 : 2.0

LAMPIRAN 21
IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
JUMLAH SAHAM YANG DIKUASAI PT. DANAREKSA
DI PASAR MODAL
TAHUN 1987

Nama Perusahaan	SAHAM-SAHAM YANG DIKUASAI OLEH PT. DANAREKSA								
	Diserfitikatkan		PORTEPEL PT. (PERSERO) DANAREKSA				TOTAL		
	Sert. SHM. Prh./Dana		Investment account		Trading Account				
	Saham	Rp Juta	Saham	Rp Juta	Saham	Rp Juta	Saham	Rp Juta	%
1.PT. Semen Cibinong	235.000	2.814	120.127	1.710,73	3.900	90,98	359.027	4.575,71	64,45
2.PT. Centek	-	-	98.000	536,48	1.980	10,84	99.980	547,32	14,28
3.PT. BAT. Indonesia	2.000.000	5.062,50	2.852.350	6.966,46	3.000	7,53	4.855.350	12.036,49	80,92
4.PT. Tificorp	615.000	4.438,13	260.850	1.882,42	400	2,88	876.250	6.323,43	79,66
5.PT. R.V.I	202.435	619,40	14	0,04	-	-	202.449	619,44	48,20
6.PT. Good Year	-	-	3.624.900	4.490,85	-	-	3.624.900	4.490,85	58,99
7.PT. Merck	812.750	1.538,10	10.700	20,25	-	-	823.450	1.558,35	49,01
8.PT. Multi Bintang	1.508.120	2.358,40	216.495	338,56	4.600	7,32	1.729.215	2.704,28	49,13
9.PT. Unilever	3.285.550	10.340,70	2.018.055	6.300,06	1.850	5,87	5.305.455	16.646,63	57,67
10.PT. BATA	621.000	792,85	-	-	463	0,81	621.643	793,66	31,87
11.PT. Unitex	-	-	341.750	506,47	1.050	1,56	342.800	508,03	46,73
12.PT. Bayer	-	-	1.315.000	1.726,36	2.350	3,09	1.317.350	1.729,45	56,68
13.PT. Sucaco	-	-	1.297.000	1.429,71	3.150	3,47	1.300.150	1.433,18	27,09
14.PT. Panin Bank	-	-	1.801.375	6.280,42	8.800	30,52	1.810.175	6.310,94	37,71
15.PT. Sari Husada	-	-	104.000	192,40	1.500	3,30	105.500	195,70	8,39
16.PT. Panin Putra	-	-	268.200	791,49	7.000	20,66	275.200	812,15	26,98
17.PT. Regnis Indonesia	-	-	261.000	401,94	750	1,16	261.750	403,10	50,00
18.PT. Squibb Indonesia	355.000	393,39	6.000	6,65	750	2,02	361.750	420,06	37,22
19.PT. Pan Union	-	-	185.400	213,23	6.800	7,82	192.200	221,05	25,12
20.PT. Prapatan Hotel	-	-	364.350	382,57	1.900	2,12	366.250	384,69	21,98
21.PT. Pfizer	120.000	171,10	-	-	500	0,81	6.641.050	6.987,49	70,12
22.PT. Delta Jakarta	-	-	103.056	304,01	9.000	26,55	112.056	330,56	28,67
23.PT. JKT. INT. HOTEL	4.539.050	6.832,50	93.000	139,99	9.000	15,00	4.641.050	6.987,49	70,12
24.PT. Prodentia	33.000	47,80	-	-	-	-	33.100	47,95	14,97
T o t a l	14.326.905	35.408,87	15.345.622	34.621,09	68.843	204,46	29.737.370	70.234,42	50,77

Sumber : PT. (Persero) Danarekxa, Laporan Tahunan 1988, Jakarta, 1988.

LAMPIRAN: 22
PERKEMBANGAN JUMLAH PERUSAHAAN YANG MASUK DAN PEREDARAN SAHAM
DI PASAR MODAL JAKARTA
1977 - 1986

TAHUN	Perusahaan yang menasarakatkan sahamnya					Jumlah saham yang diperdagangkan. (Saham)	Volume Perdagangan		M i l i a l (Jutaan Rp)	B u r s a	Rata-rata Perdagangan saham tiap hari	
	Jumlah Prh.	Jumlah saham seluruhnya	Saham yang dijual				Jumlah saham (Lebar)	Perubahan (Lebar)			jumlah saham (Lebar)	Nilai (Jutaan Rp)
			Jumlah	Nilai Nominal (Jutaan Rp)	Mil. Perdana (Jutaan Rp)							
1977	1	3.575.000	260.260	983,8	2.602,6	110.260	14.577	-	153,1	98	149	1.6
1978	1	3.575.000	330.260	1.248,4	3.302,6	180.260	19.541	4.964	218,5	250	78	0.9
1979	3	26.343.000	7.058.116	8.473,2	20.559,2	5.883.116	119.310	99.769	1.333,5	249	249	5.4
1980	6	74.934.000	14.588.116	19.748,2	37.061,7	12.413.116	1.656.290	1.536.980	5.733,8	252	6.573	22.8
1981	8	101.604.000	19.788.128	24.948,2	45.760,1	13.276.128	2.889.547	1.233.257	7.650,2	254	11.376	30.1
1982	14	211.419.170	39.948.208	45.755,9	95.402,6	21.634.508	5.014.806	2.125.259	12.624,8	249	20.155	50.7
1983	19	258.228.056	48.005.208	65.410,9	117.205,1	38.527.508	3.507.748	(1.507.059)	10.104,4	250	14.030	40.4
1984	24	259.171.056	57.650.184	66.485,9	131.437,8	39.146.484	1.208.943	(2.298.805)	2.125,4	246	4.914	8.6
1985	24	259.171.056	57.979.872	66.153,6	131.979,7	39.146.484	1.866.601	657.658	3.206,4	244	7.650	13.1
1986	24	259.171.056	58.721.872	66.735,6	132.748,8	39.668.484	1.431.921	(434.580)	1.815,9	248	5.774	7.3

Suaber : Indonesia Capital Market, Fact Book 1986. Page 11, Jakarta, yang sudah diolah penulis.

LAMPIRAN : 23
 MARKET CAPITALIZATION DARI SAHAM PERUSAHAAN
 DI KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE
 1977 - 1986

Tahun Bulan	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Januari	12,799,030	13,783,317	19,600,921	27,825,688	48,233,618	56,383,080	56,791,010	83,982,694	71,324,694	54,580,745
Pebruari	12,578,412	13,798,838	18,876,572	29,673,179	52,242,661	52,104,549	61,342,746	82,115,222	73,149,406	52,045,314
M a r e t	12,284,608	15,007,892	20,246,896	27,434,951	54,497,469	50,852,383	63,846,594	79,538,535	73,165,929	50,340,781
A p r i l	11,508,602	14,715,731	21,286,787	27,773,819	60,986,263	52,370,363	70,384,977	81,637,526	70,322,431	46,741,769
M e i	12,220,574	15,786,520	21,746,186	29,624,382	58,637,222	51,157,627	70,306,767	76,376,377	71,175,263	51,255,929
J u n i	12,720,999	17,599,750	20,874,607	33,216,945	65,303,411	49,187,929	75,549,068	72,664,764	67,480,922	-
J u l i	13,194,688	19,013,819	21,346,253	35,165,448	58,249,456	45,985,326	73,536,776	74,700,823	67,369,346	-
Agustus	13,836,984	22,127,482	22,694,239	37,035,657	47,675,876	43,997,580	77,806,996	75,026,228	65,328,658	-
September	13,462,157	19,027,920	23,640,220	35,813,849	46,589,649	46,778,053	76,326,297	74,349,694	71,676,845	-
Oktober	13,310,271	20,430,921	22,604,791	39,876,997	44,382,185	50,195,190	75,174,364	70,296,034	70,866,441	-
Nopember	13,560,252	17,718,341	23,113,065	42,172,862	53,011,697	51,794,146	74,106,982	68,518,306	64,231,845	-
Desember	13,735,268	18,312,124	24,627,587	43,095,284	55,414,716	52,915,143	80,345,663	69,341,587	58,295,536	-
T o t a l	155,211,845	207,322,637	260,658,124	368,895,212	645,224,223	603,721,369	855,518,240	908,547,790	824,387,316	254,964,538

Sumber : The Kuala Lumpur Stock Exchange, KLSE Monthly Market Capitalization 1977 - 1986, Kuala Lumpur, 1986.

TURNOVER DARI SAHAM PERUSAHAAN
DI KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE
1976 - 1986

(dalam ribuan lembar)

TAHUN Bulan	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Januari	-	33.854	47.576	46.096	141.974	188.065	81.319	119.195	316.354	170.389	163.928
Pebruari	-	15.875	42.873	42.996	140.093	186.414	75.418	183.303	223.347	103.794	123.568
M a r e t	-	19.707	85.657	61.407	113.423	142.767	74.977	260.497	133.972	303.415	171.060
A p r i l	-	22.131	86.657	68.058	56.416	221.857	68.871	253.888	127.818	133.768	174.414
M e i	-	54.751	132.961	65.515	97.963	148.403	60.068	202.571	103.795	129.165	-
J u n i	-	88.957	109.367	59.836	129.672	128.227	68.270	310.116	118.187	82.073	-
J u l i	-	115.132	115.936	32.435	141.831	161.932	67.399	307.507	112.402	201.129	-
Agustus	25.298	84.737	146.997	56.475	145.353	84.807	95.913	181.604	239.243	309.059	-
September	44.498	53.890	179.645	52.108	133.393	99.590	132.295	162.217	89.251	508.982	-
Oktober	37.856	33.074	62.796	59.128	137.747	64.146	170.183	96.755	101.227	425.963	-
Nopember	19.581	37.000	63.444	36.248	138.428	96.044	104.565	82.427	154.819	311.754	-
Desember	28.909	38.881	33.803	57.543	92.208	128.817	83.431	184.672	127.025	152.669	-
T o t a l	156.142	597.988	1.107.273	637.845	1.467.401	1.651.069	1.082.709	2.344.752	1.847.440	2.832.160	632.969

Sumber : The Kuala Lumpur Stock Exchange, KLSE Monthly Market Capitalization 1977 - 1986, Kuala Lumpur, 1986.

**NILAI TURNOVER ATAS SAHAM PERUSAHAAN
DI KUALA LUMPUR STOCK EXCHANGE
1976 - 1986
(dalam ribuan Ringgit)**

TAHUN Bulan	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Januari	-	65.013	90.208	117.246	367.919	728.372	344.678	337.118	1.062.846	338.664	259.597
Pebruari	-	32.888	74.226	107.555	421.917	917.275	273.593	540.366	862.838	212.963	179.667
M a r e t	-	40.624	179.256	152.609	329.570	731.058	257.102	799.629	516.598	685.122	226.792
A p r i l	-	36.277	171.004	161.191	173.386	1.064.500	249.526	855.858	517.957	278.456	297.833
M e i	-	77.923	250.646	181.324	302.362	850.933	201.108	769.666	422.163	264.683	28.880
J u n i	-	138.207	238.807	168.066	441.060	769.958	211.701	1.145.973	362.669	154.527	-
J u l i	-	202.261	278.494	89.741	479.440	1.006.642	197.030	1.197.464	293.748	340.382	-
Agustus	48.436	152.906	375.411	149.944	539.464	415.997	278.785	712.161	624.205	602.134	-
September	87.753	96.542	476.089	134.981	627.896	489.975	351.432	647.206	211.351	1.130.780	-
Oktober	70.009	59.679	161.026	145.514	741.424	279.980	288.504	349.812	211.476	1.040.998	-
Nopember	35.305	70.140	155.768	91.747	684.019	358.290	288.504	272.093	316.601	756.952	-
Desember	54.818	74.247	88.002	141.326	438.418	506.787	227.269	565.068	290.619	271.052	-
T o t a l	296.321	1.047.507	2.539.017	1.641.244	5.546.875	8.119.775	3.338.638	8.192.414	5.703.071	6.076.713	992.769

Sumber : The Kuala Lumpur Stock Exchange, KLSE Monthly Market Capitalization 1977 - 1986, Kuala Lumpur, 1986, yang sudah diolah.

Lampiran 26
 JURUSAN EKONOMI UNIVERSITAS AIRLANGGA
**Jumlah Perusahaan, Mobilisasi Dana, Nilai Turnover
 Dan Average Turover Saham
 Perusahaan Yang Masuk Pasar Modal di Thailand.
 (1975 - 1980)**

Tahun	Jumlah Perusahaan (satuan)	Mobilisasi Dana (Jutaan Bath)	Volume Penjualan (Jutaan Bath)	Nilai Penjualan (Jutaan Bath)	Rata-rata Nilai Penjualan (Jutaan Bath)
1975	21	107,75	3.943.446	559,54	62,17
1976	25	294,74	5.174.573	993.54	82,80
1977	39	935,28	97.119.420	26.582,10	2.190,18
1978	61	3.977,80	178.928.688	57.065,75	4.755,48
1979	69	2.890,09	97.227.223	22.450,55	1.870,88
1980	77	696,46	58.244.782	6.549,22	545,77
1981	80	2.163,88	30.000.738	2.521,20	210,10
1982	81	2.163,88	60.758.778	5.877,97	409,83
1983	88	1.459,15	71.199.747	9.120,55	760,05
1984	96	6.499,95	83.267.804	10.595,19	882,93
1985	97	4.143,32	99.341.183	15.333,99	1.277,83

Sumber : Development and Planing Office Securities Exchange Of Thailand, Oktober 5, 1985.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Lampiran : 27
 Besarnya Return On Investment
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	2	15.38	2	11.11	5	26.32	4	21.05	1	5.26
0 - 10	1	50.00	2	33.33	2	28.57	5	41.67	6	46.15	10	55.56	8	42.11	8	42.11	11	57.89
10 - 20	1	50.00	4	66.67	5	71.43	6	50.00	4	30.77	4	22.22	5	26.32	6	31.58	5	26.32
20 - 30	-	-	-	-	-	-	1	8.33	1	7.69	2	11.11	1	5.26	1	5.26	2	10.53
30 - 40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	19	100.00	19	100.00	19	100.00

Sumber : Bagepan Dan Sudah Ditolah.

Lampiran : 28
 Besarnya Return On Investment
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
Interval	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	2	2.90	7	9.72	8	10.39	8	10.67	4	8.33	-	-	-	-	-	-
0 - 10	13	50.00	23	33.33	30	41.67	58	75.32	38	50.67	27	56.25	-	-	-	-	-	-
10 - 20	8	30.77	28	40.58	24	33.33	9	11.69	23	30.67	12	25.00	-	-	-	-	-	-
20 - 30	4	15.38	12	17.39	11	15.29	1	1.30	5	6.67	4	8.33	-	-	-	-	-	-
30 - 40	1	3.85	4	5.60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	-	-	1	1.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.08	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange dan sudah diolah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Lampiran : 29
Besarnya Return On Investment
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Singapura
 1979 - 1986

Tahun	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
Interval	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%
0	4	4.49	7	7.14	11	10.89	17	16.67	13	13.13	18	18.56	8	21.62	12	33.33	-	-
0 - 10	36	40.45	43	43.88	48	47.52	71	69.61	59	59.60	54	55.67	29	78.38	23	63.39	-	-
10 - 20	30	33.71	32	32.55	33	32.67	14	13.73	24	24.24	19	19.59	-	-	1	2.78	-	-
20 - 30	15	16.85	13	13.27	9	8.91	-	-	3	3.03	5	5.15	-	-	-	-	-	-
30 - 40	4	4.49	3	3.06	-	-	-	-	-	-	1	1.03	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	89	100.00	98	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	37	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore Dan Sudah Diclak.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Lampiran : 30
Besarnya Return On Investment
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Thailand
 1980 - 1984 :

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	5	14.29	7	20.00	4	11.43	4	11.43	4	11.76	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	9	25.71	9	25.71	20	60.00	8	22.86	9	26.47	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	11	31.43	10	28.57	1	2.86	11	31.43	10	29.41	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	3	8.57	5	14.29	2	5.71	6	17.14	7	20.59	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	5	14.29	2	5.71	-	-	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	1	2.86	1	2.86	-	-	1	2.86	2	5.88	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	1	2.86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	1	2.86	-	-	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Return On Equity
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	2	15.38	2	11.11	4	23.53	3	15.79	-	-
0 - 10	-	-	-	-	1	14.29	2	16.67	1	7.69	2	11.11	5	29.41	4	21.05	10	55.56
10 - 20	-	-	3	50.00	3	42.86	5	41.67	6	46.15	10	55.56	8	47.06	8	42.11	6	33.33
20 - 30	1	50.00	3	50.00	3	42.86	4	33.33	4	30.77	3	16.67	-	-	1	5.26	1	5.56
30 - 40	1	50.00	-	-	-	-	1	8.33	-	-	1	5.56	-	-	1	5.26	1	5.56
40 - 50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	-	-
Total	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	17	100.00	19	100.00	18	100.00

Sumber : Bapepam Dan Sudah Diolah.

Lampiran 22
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIR LANGGA
 Besarnya Return On Equity
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	6	8.33	7	9.09	8	10.67	5	10.42	-	-	-	-	-	-
0 - 10	8	30.77	17	24.64	31	43.06	38	49.35	39	50.67	27	56.25	-	-	-	-	-	-
10 - 20	14	53.85	33	47.83	28	38.89	21	27.27	25	33.33	15	31.25	-	-	-	-	-	-
20 - 30	3	11.54	13	18.84	3	4.17	6	7.79	4	5.33	1	2.08	-	-	-	-	-	-
30 - 40	1	3.85	6	8.70	2	2.78	4	5.19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	1	1.39	1	1.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	1	1.39	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Dampiran
Besarnya Return On Equity
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Singapura
 1979 - 1986

Tahun	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
Interval	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%
0	3	3.37	6	6.19	11	10.89	15	14.71	16	16.16	21	21.65	6	16.67	11	30.56	-	-
0 - 10	24	26.97	31	31.96	46	45.54	51	50.00	55	55.56	48	49.48	25	69.44	20	55.56	-	-
10 - 20	39	43.82	37	38.14	30	29.70	27	26.47	25	25.25	24	24.74	4	11.11	3	8.33	-	-
20 - 30	17	19.10	16	16.49	9	8.91	7	6.86	2	2.02	3	3.09	-	-	-	-	-	-
30 - 40	4	4.49	5	5.15	3	2.97	2	1.96	-	-	1	1.03	-	-	1	2.78	-	-
40 - 50	-	-	2	2.06	1	0.99	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	1	1.12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	1	1.12	-	-	1	0.99	-	-	1	1.01	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 (...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.78	1	2.78	-	-
T o t a l	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	36	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN Universitas AIRLANGGA
 Besarnya Return On Equity
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Thailand
 1980 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	1	2.86	7	20.00	4	11.43	7	20.00	8	23.53	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	7	20.00	12	34.29	13	37.14	6	17.14	11	32.35	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	16	45.71	9	25.71	12	34.29	11	31.43	6	17.65	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	6	17.14	5	14.29	3	8.57	7	20.00	7	20.59	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	5	14.29	2	5.71	2	5.71	4	11.43	2	5.88	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	-	-	1	2.86	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 35
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Perkembangan
 Tingkat Bunga Deposito Berjangka 1 (satu) tahun
 di Beberapa Negara Asean
 1979 - 1987
 (Dalam Persen)

Tahun	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Interval	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.	Jml Prh.
Indonesia	9.00	9.00	9.00	15.00	18.50	19.00	22.00	17.50	21.00
Malaysia	5.50	5.70	7.00	6.50	6.00	7.50	-	-	-
Singapura	6.38	9.52	9.68	6.43	6.30	6.53	6.35	6.50	-
Thailand	5.00	8.00	8.00	12.50	11.50	11.00	-	-	-

Sumber : 1. Kementrian Keuangan Malaysia, Laporan Ekonomi 1985/1986,
 Jabatan Percetakan Negara Hal : XXXXXI (Oktober, 1985) Kuala Lumpur
 2. Bank Indonesia Laporan Tahunan 1978/1979 s/d 1988/1989, Jakarta.
 3. Bank Of Thailand, Annual Economic Report, 1979 s/d 1985, Bangkok.

Lampiran : 36
 Perkembangan Tingkat Inflasi
 di Beberapa Negara Asean
 1979 - 1987
 (Dalam Persen)

Tahun	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Indonesia	21.77	15.97	7.09	9.69	11.46	8.76	4.30	8.80	8.90
Malaysia	3.60	6.70	9.70	5.80	3.70	3.90	-	-	-
Singapura	4.00	8.50	8.20	3.90	1.20	2.60	0.50	1.40	0.50
Thailand	9.90	19.60	12.70	5.20	3.80	1.60	-	-	-

Sumber : 1. Menteri Keuangan Republik Indonesia, Nota Keuangan Dan Rancangan Anggaran Dan
 Pendapatan Negara 1980/1981 s/d 1988/1989, Jakarta.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Sampuras 37
Besarnya Debt Ratio
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	2	33.33	1	14.29	-	-	-	-	1	5.56	2	10.53	-	-	-	-
20 - 30	-	-	-	-	2	28.57	4	33.33	2	15.38	4	22.22	4	21.05	2	10.53	5	26.32
30 - 40	1	50.00	2	33.33	1	14.29	2	16.67	4	30.77	3	16.67	2	10.53	4	21.05	5	26.32
40 - 50	-	-	-	-	-	-	2	16.67	3	23.08	1	5.56	2	10.53	4	21.05	2	10.53
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	1	7.69	4	22.22	3	15.79	3	15.79	3	15.79
60 - 70	-	-	1	16.67	2	28.57	1	8.33	1	7.69	2	11.11	1	5.26	3	15.79	1	5.26
70 - 80	-	-	1	16.67	1	14.29	2	16.67	1	7.69	2	11.11	3	15.79	1	5.26	2	10.53
80 - 90	1	50.00	-	-	-	-	-	-	1	7.69	1	5.56	-	-	1	5.26	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	1	8.33	-	-	-	-	1	5.26	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	1	5.26	1	5.26
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	19	100.00	19	100.00	19	100.00

Sumber : Bapepas Dan Sudah Disalah.

Lampiran : 38
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITI DEBUNRANGGA
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	-	-	2	2.78	1	1.30	1	1.33	2	4.17	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	2	2.90	6	8.33	7	9.09	11	14.67	7	14.58	-	-	-	-	-	-
20 - 30	2	7.69	10	14.49	11	15.28	16	20.78	10	13.33	10	20.83	-	-	-	-	-	-
30 - 40	8	30.77	16	23.19	17	23.61	13	16.88	21	28.00	13	27.06	-	-	-	-	-	-
40 - 50	3	11.54	17	24.64	16	22.22	14	18.18	12	16.00	8	16.67	-	-	-	-	-	-
50 - 60	3	11.54	7	10.14	9	12.50	12	15.58	7	9.33	5	10.42	-	-	-	-	-	-
60 - 70	8	30.77	10	14.49	6	8.33	7	9.09	6	8.00	1	2.08	-	-	-	-	-	-
70 - 80	1	3.85	4	5.80	1	1.39	3	3.90	2	2.67	1	2.08	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	1	1.45	2	2.78	2	2.60	1	1.33	1	2.08	-	-	-	-	-	-
90 - 100	1	3.85	1	1.45	1	1.39	1	1.30	3	4.00	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	1	1.45	1	1.39	1	1.30	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Suaber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN ~~Dampiran~~ **ANGGA**
Besarnya Debt Ratio
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Singapura
1979 - 1986

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	1	1.12	3	3.09	2	1.98	4	3.92	4	4.04	3	3.09	-	-	1	2.78	-	-
10 - 20	3	3.37	5	5.15	7	6.93	7	6.86	10	10.10	9	9.28	6	16.22	6	16.67	-	-
20 - 30	7	7.87	11	11.34	17	16.93	21	20.59	11	11.11	12	12.37	2	5.41	2	5.56	-	-
30 - 40	19	21.35	16	16.49	21	20.79	15	14.71	23	23.23	20	20.62	8	21.62	5	13.89	-	-
40 - 50	25	29.21	22	22.68	14	13.86	17	16.67	20	20.20	18	18.56	9	21.62	10	27.78	-	-
50 - 60	15	16.85	19	19.59	21	20.79	18	17.65	8	8.08	14	14.43	4	10.81	3	8.33	-	-
60 - 70	12	13.46	14	14.43	13	12.87	12	11.76	15	15.15	10	10.31	2	5.41	1	2.78	-	-
70 - 80	4	4.49	5	5.15	3	2.97	5	4.90	5	5.05	7	7.22	4	10.81	2	5.56	-	-
80 - 90	1	1.12	1	1.03	-	-	1	0.98	2	2.02	2	2.06	1	2.70	3	8.33	-	-
90 - 100	-	-	-	-	2	1.98	1	0.98	-	-	1	1.03	1	2.70	2	5.56	-	-
100 < ...	1	1.12	1	1.03	1	0.99	1	0.98	1	1.01	1	1.03	1	2.70	1	2.78	-	-
T e t a l	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	37	100.00	36	100.00	-	-

Suher : Stock Exchange of Singapore dan Sudah Diejak.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Lampiran : 40
Besarnya Debt Ratio
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Thailand
1980 - 1984

Tahun	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
Interval	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	1	2.86	1	2.86	1	2.86	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	1	2.86	-	-	-	-	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	1	2.86	-	-	2	5.71	1	2.86	5	14.71	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	5	14.29	2	5.71	2	5.71	4	11.43	4	11.76	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	8	22.86	9	25.71	6	17.14	10	28.57	4	11.76	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	9	25.71	10	28.57	9	25.71	7	20.00	7	20.59	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	10	28.57	7	20.00	8	22.86	5	14.29	8	23.53	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	6	17.14	7	20.00	3	8.57	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5.71	5	14.71	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

Lampiran 41
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt to Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	1	16.67	1	14.29	2	16.67	2	15.38	6	33.33	6	33.33	6	31.58	10	52.63
0 - 10	-	-	2	33.33	1	14.29	2	16.67	3	23.08	5	27.78	5	27.78	6	31.58	3	15.79
10 - 20	-	-	-	-	2	28.57	3	25.00	1	7.69	3	16.67	3	16.67	3	15.79	3	15.79
20 - 30	-	-	1	16.67	1	14.29	2	16.67	3	23.08	2	11.11	2	11.11	1	5.26	1	5.26
30 - 40	-	-	-	-	-	-	1	8.33	2	15.38	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	1	50.00	-	-	-	-	-	-	1	7.69	-	-	-	-	-	-	1	5.26
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	1	5.26
60 - 70	-	-	-	-	-	-	1	8.33	-	-	-	-	-	-	1	5.26	-	-
70 - 80	-	-	-	-	1	14.29	-	-	1	7.69	1	5.56	1	5.56	1	5.26	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.56	1	5.56	-	-	-	-
90 - 100	-	-	2	33.33	-	-	1	8.33	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	1	50.00	-	-	1	14.29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	18	100.00	19	100.00	19	100.00

Sumber : Bapepam dan Sudah Diohah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt to Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	7	26.92	26	37.68	24	33.33	22	28.57	19	25.33	13	27.08	-	-	-	-	-	-
0 - 10	12	46.15	23	33.33	26	36.11	34	44.16	36	48.00	24	50.00	-	-	-	-	-	-
10 - 20	2	7.69	9	13.04	10	13.89	7	9.09	8	10.67	6	12.50	-	-	-	-	-	-
20 - 30	1	3.85	5	7.25	7	9.72	5	6.49	7	9.33	1	2.08	-	-	-	-	-	-
30 - 40	2	7.69	4	5.80	1	1.39	4	5.19	2	2.67	2	4.17	-	-	-	-	-	-
40 - 50	1	3.85	2	2.90	2	2.78	3	3.90	1	1.33	1	2.08	-	-	-	-	-	-
50 - 60	1	3.85	-	-	1	1.39	-	-	-	-	1	2.08	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	1	1.39	-	-	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	1	1.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	1	1.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt To Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Singapura
 1979 - 1986

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	23	28.09	24	24.74	24	23.76	17	16.67	16	16.16	12	12.37	3	8.33	5	13.89	-	-
0 - 10	33	37.08	32	32.99	31	30.69	43	42.16	40	40.40	36	37.11	14	38.89	7	19.44	-	-
10 - 20	7	7.87	20	20.62	22	21.78	19	18.63	18	18.18	22	22.68	8	22.22	12	33.33	-	-
20 - 30	12	13.48	8	8.25	14	13.86	7	6.86	15	15.15	13	13.40	6	16.67	5	13.89	-	-
30 - 40	2	2.25	5	5.15	4	3.96	3	2.94	1	1.01	1	1.03	-	-	-	-	-	-
40 - 50	6	6.74	3	3.09	2	1.98	6	5.88	4	4.04	4	4.12	-	-	1	2.78	-	-
50 - 60	2	2.25	2	2.06	2	1.93	1	0.98	1	1.01	3	3.09	3	8.33	-	-	-	-
60 - 70	1	1.12	-	-	1	0.99	2	1.96	-	-	1	1.03	1	2.78	2	5.56	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	2	1.96	1	1.01	1	1.03	1	2.78	2	5.56	-	-
80 - 90	-	-	1	1.03	-	-	-	-	-	-	2	2.06	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	1	0.98	1	1.01	1	1.03	-	-	-	-	-	-
100 < ...	1	1.12	2	2.06	1	0.99	1	0.98	2	2.02	1	1.03	-	-	2	5.56	-	-
Total	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	36	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore dan Sudah Diolah.

Lampiran 44
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt To Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Thailand
 1980 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	9	25.71	9	25.71	9	25.71	8	22.86	8	23.53	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	4	11.43	6	17.14	4	11.43	11	31.43	1	2.94	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	9	25.71	3	8.57	3	8.57	3	8.57	7	20.59	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	3	8.57	2	5.71	4	11.43	1	2.86	3	8.82	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	1	2.86	2	5.71	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	1	2.86	1	2.86	-	-	2	5.88	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	1	2.86	1	2.86	-	-	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	2	5.71	-	-	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	1	2.86	-	-	-	-	2	5.71	1	2.94	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	1	2.86	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	2	5.71	-	-	-	-	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	5	14.29	9	25.71	11	31.43	8	22.86	8	23.53	-	-	-	-	-	-
T o t a l	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

Lampiran: 45
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
Besarnya Debt To Capitalization Ratio
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	1	16.67	1	14.29	2	16.67	2	15.38	6	33.33	5	27.78	5	26.32	9	47.37
0 - 10	-	-	2	33.33	1	14.29	2	16.67	3	23.08	5	27.78	8	44.44	7	36.84	3	15.79
10 - 20	-	-	-	-	2	28.57	3	25.00	4	30.77	4	22.22	2	11.11	2	10.53	3	15.79
20 - 30	-	-	1	16.67	1	14.29	3	25.00	2	15.38	1	5.56	2	11.11	1	5.26	1	5.26
30 - 40	1	50.00	-	-	-	-	1	8.33	1	7.69	-	-	-	-	2	10.53	2	10.53
40 - 50	-	-	2	33.33	1	14.29	1	8.33	1	7.69	2	11.11	1	5.56	1	5.26	-	-
50 - 60	-	-	-	-	1	14.29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	1	50.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	1	5.26
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	18	100.00	19	100.00	19	100.00

Sumber : Bapepam dan Sudah Diolah.

Lampiran : 46
 IR - PERBUKTAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt to Capitalization Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	7	26.92	25	36.23	23	31.94	21	27.27	18	24.00	13	27.00	-	-	-	-	-	-
0 - 10	12	46.15	26	37.68	28	38.89	36	46.75	39	52.00	26	54.17	-	-	-	-	-	-
10 - 20	3	11.54	9	13.04	13	18.06	9	11.69	8	10.67	4	8.33	-	-	-	-	-	-
20 - 30	2	7.69	7	10.14	4	5.56	6	7.79	7	9.33	3	6.25	-	-	-	-	-	-
30 - 40	2	7.69	1	1.45	3	4.17	2	2.60	1	1.33	2	4.17	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	-	-	-	-	2	2.60	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	1	1.45	1	1.39	1	1.30	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 47
 IR PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
**Besarnya Debt to Capitalization Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Singapura
 1979 - 1986**

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	24	26.97	24	24.74	24	23.76	17	16.87	16	16.16	12	12.37	3	8.11	5	13.89	-	-
0 - 10	36	40.45	36	37.11	37	36.63	46	45.10	44	44.44	41	42.27	15	40.34	8	22.22	-	-
10 - 20	10	11.24	18	18.56	21	20.79	23	22.55	22	22.22	22	22.68	12	32.43	14	38.89	-	-
20 - 30	10	11.24	13	13.40	13	12.87	4	3.92	8	8.08	9	9.28	1	2.70	2	5.55	-	-
30 - 40	7	7.87	3	3.09	5	4.95	8	7.84	5	5.05	7	7.22	3	8.11	2	5.55	-	-
40 - 50	-	-	1	1.03	-	-	3	2.94	2	2.02	5	5.15	2	5.41	3	8.33	-	-
50 - 60	-	-	-	-	1	0.99	1	0.98	1	1.01	-	-	-	-	1	2.78	-	-
60 - 70	-	-	1	1.03	-	-	-	-	1	1.01	1	1.03	-	-	-	-	-	-
70 - 80	1	1.12	1	1.03	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.70	1	2.78	-	-
100 < ...	1	1.12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
T o t a l	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	37	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore Dan Sudah Diolah.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Besarnya Debt To Capitalization Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Thailand
 1980 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	9	25.71	9	25.71	9	25.71	8	22.86	8	23.53	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	5	14.29	6	17.14	4	11.43	11	31.43	2	5.88	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	10	28.57	5	14.29	5	14.29	4	11.43	7	20.59	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	2	5.71	2	5.71	4	11.43	-	-	2	5.88	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	1	2.86	4	11.43	1	2.86	1	2.86	4	11.76	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	3	8.57	-	-	1	2.86	3	8.57	3	8.82	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	1	2.86	4	11.43	4	11.43	4	11.43	4	11.76	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	4	11.43	2	5.71	6	17.14	2	5.71	2	5.88	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	3	8.57	1	2.86	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 49
 Besarnya Total Debt To Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	1	5.26
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	2	33.33	-	-	-	-	-	-	1	5.56	1	5.26	-	-	-	-
20 - 30	-	-	-	-	1	14.29	-	-	1	7.69	1	5.56	1	5.26	-	-	-	-
30 - 40	-	-	-	-	2	28.57	1	8.33	1	7.69	1	5.56	2	10.53	1	5.26	3	15.79
40 - 50	-	-	1	16.67	-	-	4	33.33	1	7.69	2	11.11	4	21.05	4	21.05	3	15.79
50 - 60	-	-	-	-	1	14.29	1	8.33	3	23.08	2	11.11	-	-	-	-	3	15.79
60 - 70	1	50.00	1	16.67	-	-	1	8.33	1	7.69	1	5.56	-	-	-	-	1	5.26
70 - 80	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	1	8.33	1	7.69	1	5.56	-	-	2	10.53	2	10.53
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	1	7.69	-	-	2	10.53	2	10.53	-	-
100 < ...	1	50.00	2	33.33	3	42.86	4	33.33	4	30.77	9	50.00	9	47.37	9	47.37	6	31.58
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	19	100.00	19	100.00	19	100.00

Sumber : Baneapan Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 50
 Besarnya Total Debt To Equity Ratio
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	1	1.45	1	1.39	1	1.30	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	1	1.45	3	4.17	1	1.30	1	1.33	2	4.17	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	1	1.45	2	2.78	3	3.90	4	5.33	3	6.25	-	-	-	-	-	-
20 - 30	1	3.85	2	2.90	6	8.33	7	9.09	6	8.00	6	12.50	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	7	10.14	5	6.94	10	12.99	10	13.33	5	10.42	-	-	-	-	-	-
40 - 50	3	11.54	4	5.80	4	5.56	6	7.79	6	8.00	7	14.58	-	-	-	-	-	-
50 - 60	4	15.38	4	5.80	12	16.67	4	5.19	7	9.33	7	14.58	-	-	-	-	-	-
60 - 70	1	3.85	10	14.49	4	5.56	7	9.09	10	13.33	2	4.17	-	-	-	-	-	-
70 - 80	2	7.69	7	10.14	6	8.33	6	7.79	3	4.00	5	10.42	-	-	-	-	-	-
80 - 90	1	3.85	3	7.25	6	8.33	6	7.79	5	6.67	1	2.08	-	-	-	-	-	-
90 - 100	1	3.85	4	5.80	5	6.94	4	5.19	3	4.00	-	-	-	-	-	-	-	-
100 < ...	13	50.00	23	33.33	18	25.00	22	28.57	19	25.33	10	20.83	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 51
 Besarnya Total Debt To Equity Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Singapura
 1979 - 1986

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	2	2.25	2	2.06	2	1.98	2	1.96	1	1.01	1	1.03	1	2.70	1	2.78	-	-
0 - 10	1	1.12	2	2.06	2	1.98	3	2.94	3	3.03	3	3.09	-	-	-	-	-	-
10 - 20	3	3.37	3	3.09	6	5.94	6	5.88	8	8.08	7	7.22	4	10.81	6	16.67	-	-
20 - 30	1	1.12	4	4.12	7	6.93	9	8.82	7	7.07	6	6.19	3	8.11	1	2.78	-	-
30 - 40	6	6.74	6	6.19	8	7.92	9	8.82	5	5.05	6	6.19	1	2.70	1	2.78	-	-
40 - 50	6	6.74	9	9.28	5	4.95	10	9.80	10	10.10	7	7.22	1	2.70	2	5.56	-	-
50 - 60	6	6.74	5	5.15	8	7.92	5	4.90	9	9.09	12	12.37	4	10.81	3	8.33	-	-
60 - 70	11	12.36	11	11.34	11	10.89	4	3.92	10	10.10	4	4.12	3	8.11	3	8.33	-	-
70 - 80	8	8.99	5	5.15	4	3.96	10	9.80	5	5.05	5	5.15	2	5.41	3	8.33	-	-
80 - 90	10	11.24	11	11.34	5	4.95	6	5.28	9	9.09	6	6.19	2	5.41	3	8.33	-	-
90 - 100	5	5.62	2	2.06	5	4.95	2	1.96	2	2.02	5	5.15	5	13.51	3	8.33	-	-
100 < ...	30	33.71	37	38.14	38	37.62	36	35.29	30	30.20	35	36.08	11	29.73	10	27.78	-	-
T o t a l	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	37	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore Dan Sudah Disilah.

**Besarnya Total Debt To Equity Ratio
Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
di Thailand
1980 - 1984**
IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS ABLANGGA

Tahun	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
Interval	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	-	-	-	-	1	2.86	1	2.86	-	-	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	2	5.71	1	2.86	-	-	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	-	-	-	-	-	-	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	1	2.86	-	-	-	-	1	2.86	2	5.88	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	-	-	-	-	1	2.86	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	-	-	1	2.86	1	2.86	1	2.86	2	5.88	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	-	-	1	2.86	2	5.71	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	2	5.71	1	2.86	1	2.86	-	-	1	2.94	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	3	8.57	32	91.43	-	-	1	2.86	3	8.82	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	27	77.14	-	-	30	85.71	27	77.14	24	70.59	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 53
 IR - PERUSAHAAN INDUSTRI YANG MASUK PASAR MODAL
 Di Indonesia
 1979 - 1987

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.56	4	23.53	4	21.05	5	27.78
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	5.26	1	5.56	-
10 - 20	-	-	1	16.67	1	14.29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	1	16.67	-	-	-	-	1	7.69	1	5.56	2	11.76	-	-	-	-
30 - 40	1	50.00	-	-	1	14.29	-	-	-	-	3	16.67	-	-	2	10.53	2	11.11
40 - 50	1	50.00	-	-	-	-	1	8.33	2	15.38	-	-	1	5.88	2	10.53	-	-
50 - 60	-	-	1	16.67	-	-	-	-	2	15.38	2	11.11	-	-	-	-	2	11.11
60 - 70	-	-	1	16.67	-	-	1	8.33	-	-	1	5.56	2	11.76	-	-	3	16.67
70 - 80	-	-	1	16.67	1	14.29	1	8.33	2	15.38	2	11.11	3	17.65	1	5.26	-	-
80 - 90	-	-	1	16.67	-	-	3	25.00	1	7.69	1	5.56	-	-	1	5.26	3	16.67
90 - 100	-	-	-	-	-	-	3	25.00	1	7.69	3	16.67	2	11.76	3	15.79	1	5.56
100 < ...	-	-	-	-	4	57.14	3	25.00	4	30.77	4	22.22	3	17.65	5	26.32	1	5.56
T o t a l	2	100.00	6	100.00	7	100.00	12	100.00	13	100.00	18	100.00	17	100.00	19	100.00	18	100.00

Sumber : Bagepan Dan Sudah Diolah.

Dividend Payout Ratio
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Malaysia
 IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 1979 - 1984

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%	Jal Prh.	%
0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
0 - 10	1	3.85	12	17.39	18	25.00	21	27.27	23	30.67	17	35.42	-	-	-	-	-	-
10 - 20	16	51.54	22	31.88	24	33.33	24	31.17	23	30.67	10	20.83	-	-	-	-	-	-
20 - 30	2	30.77	22	31.88	20	27.78	22	29.57	17	22.67	11	22.92	-	-	-	-	-	-
30 - 40	1	3.85	4	5.80	2	2.78	3	3.90	5	6.67	5	10.42	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	4	5.80	5	6.94	2	2.60	3	4.00	2	4.17	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	3	4.35	-	-	2	2.60	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	1	1.45	-	-	-	-	1	1.33	1	2.08	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	-	-	2	2.73	1	1.30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	-	-	-	-	1	1.30	1	1.33	-	-	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
100 & ...	-	-	1	1.45	1	1.39	1	1.30	1	1.33	2	4.17	-	-	-	-	-	-
T o t a l	26	100.00	69	100.00	72	100.00	77	100.00	75	100.00	48	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Kuala Lumpur Stock Exchange Dan Sudah Diolah.

Lampiran : 55
 Dividend Payout Ratio
 IR - PERUSAHAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Singapura
 1979 - 1986

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%	Jml Prh.	%
0	13	14.61	11	11.34	14	13.86	12	11.76	13	13.13	19	19.59	12	32.43	13	36.11	-	-
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.70	1	2.78	-	-
10 - 20	1	1.12	1	1.03	1	0.99	2	1.96	2	2.02	1	1.03	-	-	-	-	-	-
20 - 30	4	4.49	5	5.15	5	4.95	2	1.96	1	1.01	2	2.06	-	-	-	-	-	-
30 - 40	7	7.87	7	7.22	4	3.96	7	6.86	2	2.02	3	3.09	2	5.41	2	5.56	-	-
40 - 50	3	3.37	10	10.31	7	6.93	5	4.90	7	7.07	3	3.09	3	8.11	3	8.33	-	-
50 - 60	7	7.87	10	10.31	10	9.90	8	7.84	4	4.04	5	5.15	1	2.70	1	2.78	-	-
60 - 70	17	19.10	10	10.31	8	7.92	3	2.94	4	4.04	4	4.12	-	-	2	5.56	-	-
70 - 80	2	2.25	16	16.49	4	3.96	6	5.88	10	10.10	9	9.28	1	2.70	2	5.56	-	-
80 - 90	9	10.11	8	8.25	10	9.90	12	11.76	6	6.06	2	2.06	2	5.41	1	2.78	-	-
90 - 100	5	5.62	6	6.19	6	5.94	1	0.98	2	2.02	6	6.19	2	5.41	2	5.56	-	-
100 < ...	21	23.60	13	13.40	32	31.68	44	43.14	48	48.48	43	44.33	13	35.14	9	25.00	-	-
T o t a l	89	100.00	97	100.00	101	100.00	102	100.00	99	100.00	97	100.00	37	100.00	36	100.00	-	-

Sumber : Stock Exchange of Singapore dan Sudah Diolah.

Lampiran : 56
 IR - PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA SECURITIES AIRLANGGA
 Perusahaan Industri Yang Masuk Pasar Modal
 di Thailand
 1979 - 1986

Tahun Interval	1979		1980		1981		1982		1983		1984		1985		1986		1987	
	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K	Jml Prh.	K
0	-	-	3	8.57	4	11.43	7	20.00	8	22.86	7	20.59	-	-	-	-	-	-
0 - 10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
10 - 20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
20 - 30	-	-	-	-	-	-	-	-	1	2.86	1	2.94	-	-	-	-	-	-
30 - 40	-	-	4	11.43	2	5.71	1	2.86	1	2.86	2	5.88	-	-	-	-	-	-
40 - 50	-	-	4	11.43	2	5.71	3	8.57	4	11.43	1	2.94	-	-	-	-	-	-
50 - 60	-	-	5	14.29	1	2.86	4	11.43	3	8.57	2	5.88	-	-	-	-	-	-
60 - 70	-	-	4	11.43	7	20.00	3	8.57	5	14.29	2	5.88	-	-	-	-	-	-
70 - 80	-	-	3	8.57	3	8.57	2	5.71	3	8.57	1	2.94	-	-	-	-	-	-
80 - 90	-	-	4	11.43	3	8.57	6	17.14	6	17.14	9	26.47	-	-	-	-	-	-
90 - 100	-	-	5	14.29	6	17.14	-	-	1	2.86	5	14.71	-	-	-	-	-	-
100 < ...	-	-	3	8.57	7	20.00	9	25.71	3	8.57	4	11.76	-	-	-	-	-	-
Total	-	-	35	100.00	35	100.00	35	100.00	35	100.00	34	100.00	-	-	-	-	-	-

Sumber : Securities Exchange of Thailand Dan Sudah Diolah.