EFEK DARI ASIMETRI INFORMASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

SKRIPSI

Oleh :

NAMA : INDRASWARI AYUNINGTYAS
NO. MHS : 02.312.307

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA

2006

EFEK DARI ASIMETRI INFORMASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

SKRIPSI

Oleh :

NAMA	**:**	**INDRASWARI AYUNINGTYAS**
NO. MHS	**:**	**02.312.307**

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

JOGJAKARTA

2006

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

Efek Dari Asimetri Informasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia

Disusun Oleh: INDRASWARI AYUNINGTYAS
Nomor mahasiswa: 02312307

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan ***LULUS***
Pada tanggal : 16 Mei 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dr. Hadri Kusuma, MBA .....

Penguji : Dra. Primanita Setyono, MBA, Ak .....

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia

Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D

EFEK DARI ASIMETRI INFORMASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh :

Nama : Indraswari Ayuningtyas

No. Mahasiswa : 02. 312. 307

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

JOGJAKARTA

2006

PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

"Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman atau sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku"

Jogjakarta, April 2006

Penyusun,

(Indraswari Ayuningtyas)

EFEK DARI ASIMETRI INFORMASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Hasil Penelitian

Diajukan oleh

Nama	: Indraswari Ayuningtyas
No. Mahasiswa	: 02. 312. 307
Jurusan	: Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing
Pada tanggal, ...12/4/26.... 2006
Dosen Pembimbing,

Silakan di uji kan

(Dr. Hadri Kusuma, MBA, Ph.D)

PERSEMBAHAN

Kupersembahkan Karya ini

Untuk Ibu, Bapak, dan kedua Adikku

Yang Sangat Kusayangi

KATA PENGANTAR

Bismillahirrahmanirrohim

Tiada ungkapan yang pantas penulis ucapkan selain segala rasa syukur kepada Allah SWT. Semoga rahmat, salam, dan berkah-Nya terlimpah kepada Nabi Muhammad SAW. Hanya dengan ridho Allah penulis dapat menyelesaikan penyusunan skripsi dengan judul ***"Efek dari Asimetri Informasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia"***.

Skripsi ini ditulis dalam upaya melengkapi syarat untuk mencapai derajat Sarjana Strata-1, dan lebih dari itu sesungguhnya penelitian ini merupakan rangkuman dari proses pembelajaran yang telah ditempuh selama masa perkuliahan. Semoga dengan terselesaikannya skripsi ini dapat memberi sumbangsih kepada pihak-pihak yang berkepentingan dan para pembaca.

Dalam penulisan skripsi ini penulis tak lepas dari bebrbagai hambatan dan rintangan. Akan tetapi berkat bantuan dari berbagai pihak, maka segala macam hambatan dapat teratasi. Untuk itu penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih yang tulus kepada:

1. Drs. H. Suwarsono Muhammad, MBA, selaku dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia (UII) Yogyakarta.
2. Dr. Hadri Kusuma, MBA, Ph.D, selaku dosen pembimbing skripsi yang telah banyak mencurahkan waktu, tenaga, dan pikiran untuk memberikan bimbingan, pengarahan, saran-saran, dan berbagai kemudahan yang bermanfaat bagi penyusunan skripsi ini.

3. Seluruh staf pengajar FE UII yang telah mendidik dengan ilmu pengetahuan, baik langsung maupun tidak langsung sehingga penulis dapat menyelesaikan kuliah dan penulisan skripsi ini.
4. Ibuku Hj. Martiningsih, Bc.Sw dan Bapakku H. Sundoro, Bc.Hk yang banyak-banyak memberi kasih sayang, perhatian, dan dukungan sepenuhnya untuk ananda serta motivasi, dan nasehat-nasehat yang sangat berguna dan membantu ananda. Do'a ibu dan bapak selama ini memberi dorongan bagi ananda untuk lebih semangat lagi.
5. Kedua adikku "Rizal" dan "Akmal" thanks udah jagain aku slama ini. Kalian berdua akan tetap jadi sepasang sayapku.
6. Keluarga besar Umar dan Sahid di Ponorogo, Madiun, Sidoarjo, Solo, Mataram, Palembang, dan Jepang makasih untuk semua kasih sayang dan kesabarannya ngadepin aku.
7. My best friends Tyas "Janda", Lova "Tinoel", Dian "Cemplon", n si ribet Cintya. *Love is friendships.*
8. Cah-cah kost pink atas-bawah Butet, Mak Epet, Lisndut, Wak Ade, Christin, Lina"Tutung", Ika, Pinutz, Inez, M'anik, M'icke, Mia, Ana, Erna, Bese. *I love u all.* Kapan lagi ya...qt hunting pilm-pilm korea malem2 ☺
9. Anak-anak kost Nusa Indah... Poppie(semangat2 skripsinya), Chik Yen(maap ya...dah banyak ngalah buat aq), M'anin(maaf klo indras kemaren ga bisa nerima smuanya...), Inda(thanks for nasehat psikologisnya), n Reni(muuuakasiiihhhh banyak utk smuanya terutama ngajarin aq kompre, dll).
10. Temen2 Ganesha '02 eks 1.4 n 3A3 *I can't forget anything about us.*

11. "Rg" *just wanna to say, "Thanks for anything...you change my life".*
12. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terimakasih untuk segala bantuan yang telah diberikan.

Jogjakarta, April 2006

Penulis

DAFTAR ISI

Hal

Halaman Judul.....i

Halaman Pernyataan bebas Plagiarisme.....ii

Halaman Pengesahan.....iii

Persembahan.....iv

Motto.....v

Kata Pengantar.....vi

Daftar Isi.....x

Daftar Tabel.....xiii

Daftar Lampiran.....xiv

Abstrak.....xv

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah.....1

1.2. Rumusan Masalah.....6

1.3. Tujuan Penelitian.....6

1.4. Manfaat Penelitian.....6

1.5. Sistematika Pembahasan.....7

BAB II LANDASAN TEORI

2.1. Pengertian Dividen.....9

2.2. Pengertian Kebijakan Dividen.....10

2.2.1. *Asymmetric Information Theory*.....11

2.2.1.1. *Pecking Order Theory*.....12

2.2.1.2. *Signaling Theory*.....13

2.3. Penelitian Terdahulu.....14

2.4. Formulasi Hipotesis.....16

2.4.1. Asimetri Informasi dan Kebijakan Dividen.....16

2.4.2. Variabel Kontrol.....17

2.4.2.1. Biaya Agensi dari Hak Kepemilikan (Eksternal).....17

2.4.2.2. Kesempatan Bertumbuh.....18

2.4.2.3. *Cash Flow*.....19

2.4.2.4. Biaya Agensi atas Tekanan Hutang dan Keuangan.....20

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel Penelitian.....22

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data.....23

3.3. Variabel Penelitian.....23

3.4. Model Pengujian Hipotesis.....25

3.5. Metode Analisis Data.....26

3.6. Uji Asumsi Klasik.....29

BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Penelitian.....31

4.2. Statistik Deskriptif.....32

4.3. Analisa Data.....33

4.4. Pembahasan.....36

4.4.1 Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Dalam.....36

4.4.2 Kebijakan Dividen dan Penerbitan Modal.....37

4.4.2.1 Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan.....37

4.4.2.2 Kebijakan Dividen, Asimetri Informasi, dan Biaya Penerbitan Modal.....38

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan.....40

5.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Berikutnya.....41

DAFTAR PUSTAKA.....43

LAMPIRAN.....45

DAFTAR TABEL

Tabel Hal

4.1 Deskriptive Statistics.....32

4.2 Hasil Analisis Tobit untuk Kebijakan Dividen dan Asimetri Informasi.....34

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran Hal

1. Statistik Deskriptif.....45

2. Hasil Analisis Tobit untuk Kebijakan Dividen dan Asimetri Informasi.....46

3. Data Penelitian.....47

ABSTRAK

Dalam penelitian ini yang berjudul "Efek dari Asimetri Informasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia" pokok permasalahannya adalah apakah terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan tingkat asimetri informasi. Penulis mencoba untuk meneliti efek asimetri informasi terhadap kebijakan dividen untuk memberikan penjelasan alternatif mengenai *pecking order theory* maupun *signaling theory*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *Dividend Yield*. Sedangkan untuk variabel independen, penulis menggunakan variabel asimetri informasi, kepemilikan dalam, kesempatan bertumbuh, *cash flow*, dan biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Indonesia baik yang membayar dividen maupun yang tidak membayar dividen pada periode tahun 2000-2004. Sampel sebanyak 216 perusahaan manufaktur yang terdiri dari 147 perusahaan yang tidak membayar dividen dan 69 perusahaan yang membayarkan dividennya. Metode penelitian dengan menggunakan alat model Tobit.

Hasilnya menunjukkan bahwa pada keseluruhan hipotesis memberikan dukungan yang lebih jauh mengenai *pecking order theory*. Bukti-bukti yang ada menyatakan bahwa asimetri informasi berhubungan negatif dengan biaya penerbitan. Hubungan negatif antara biaya penerbitan dan dividen memberikan dukungan pada keterkaitan antara asimetri informasi dengan dividen yang didapat melalui dampak dari biaya penerbitan terhadap kebijakan dividen.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Investor dan publik pada umumnya, dapat mengetahui sedikit bagaimana suatu perusahaan menetapkan kebijakan dividennya, karena sudah begitu banyak penelitian mengenai hal ini. Beberapa teori yang ada telah menjelaskan bagaimana suatu perusahaan itu membayar dividennya. Teori tersebut dapat dikategorikan berdasarkan pada pasar tidak sempurna yang ditimbulkan untuk memberikan bagian dari dividen. Berbagai penjelasan mengenai kebijakan dividen dapat diklasifikasikan kedalam tiga kategori pasar tidak sempurna, yakni : biaya agensi, asimetri informasi, dan biaya transaksi.

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan dalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Berkaitan dengan kebijakan dividen tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak perusahaan itu sendiri. Disinilah sering terjadi asimetri informasi karena informasi

laporan keuangan yang dibuat oleh manajemen berbeda dengan yang dilaporkan kepada para pemegang saham.

Rozeff (1982) dan Eastbrook (1984) dalam Deshmukh (2005) berpendapat bahwa pembayaran dividen dapat berfungsi sebagai mekanisme untuk mengurangi biaya agensi dari modal eksternal. Ada literatur teoritikal yang luas pada asimetri informasi yang memberikan isyarat pembagian untuk dividen (Bhattacharya, 1979; Miller dan Rock, 1985; John dan William, 1985; dan lain-lain dalam Deshmukh, 2005). Literatur pengisyaratan menyatakan bahwa dividen mengandung informasi tentang pendapatan sekarang dan pendapatan mendatang. Beberapa teori telah memfokuskan pada dampak dari pengumuman harga saham untuk menganalisa muatan informasi dari perubahan dividen. Bukti-bukti mengindikasikan suatu hubungan positif antara tanggapan harga saham dan tanda dari pengumuman perubahan dividen (Aharony dan Swary, 1980; Asquith dan Mullins, 1983; dan lain-lain dalam Deshmukh, 2005).

Disini penulis akan berusaha untuk menguji secara empiris mengenai kebijakan dividen berdasarkan pada asimetri informasi, dimana penjelasan alternatifnya berdasarkan pada penerapan dari teori *pecking order* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Teori *pecking order* juga memberikan implikasi dari kebijakan dividen perusahaan dimana sebagian besar diabaikan dalam literatur empiris pada kebijakan dividen. Myers dan Majluf (1984) dalam Deshmukh (2005) berpendapat bahwa dengan keberadaan asimetri informasi, perusahaan mungkin berinvestasi rendah dalam kondisi tertentu. Mereka menyatakan bahwa suatu perusahaan dapat mengurangi investasi rendah dengan mendanai investasi

dengan potongan yang dikumpulkan melalui retensi (atau dengan mengurangi dividen). Analisa mereka menerapkan bahwa, dengan hal lain setara, kebutuhan potongan meningkat dengan tingkat informasi asimetris antara perusahaan dengan investor luarnya. Alasan ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat informasi asimetri, semakin rendah dividennya.

Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) dalam Muhammad Edi Wijaya (2004) menunjukkan bahwa dengan asimetri informasi, penerbitan ekuitas akan diinterpretasikan oleh rasional investor sebagai berita buruk, karena manajemen akan menggunakan *private information* untuk mengeluarkan ekuitas ketika sahamnya *overpriced.* Investor yang mengetahui masalah asimetri informasi ini, dan mereka akan mengabaikan saham baru dan yang telah ada pada saat pengumuman *right issue*. Dengan adanya pengaruh asimetri informasi, biaya penerbitan saham ini akan mendorong perilaku *pecking order* (Myers, 1984; Baskin, 1989). Implikasi dari hal ini adalah, perusahaan seharusnya berusaha memperkecil penerbitan sahamnya. Sehingga para manajer akan lebih menyukai membiayai kesempatan investasinya dengan laba ditahan, dimana tidak ada masalah asimetri informasi, dan menggunakan hutang yang lebih rendah. Hal ini konsisten dengan *pecking order theory* (Bayless dan Diltz, 1994).

Gordon Donaldson dalam Myers (1984) dalam Sekar Mayangsari (2001) mengajukan teori tentang asimetri informasi (*pecking order*) manajemen perusahaan tahu lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan investor di pasar modal. Jika manajemen perusahaan ingin memaksimumkan nilai untuk pemegang

saham saat ini maka ada kecenderungan bahwa : a) jika perusahaan mempunyai prosek yang cerah, manajemen tidak akan menerbitkan saham baru tetapi menggunakan laba ditahan, b) jika prospek kurang baik, manajemen menerbitkan saham baru untuk memperoleh dana.

Dengan adanya asimetri informasi, investor dapat mengetahui kecenderungan tersebut dan mereka melihat penawaran saham baru merupakan sinyal buruk, sehingga harga saham perusahaan cenderung turun. Hal ini mendorong perusahaan untuk menerbitkan obligasi atau hutang daripada menerbitkan saham baru. Sehingga Gordon Donaldson menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: 1) laba ditahan dan depresiasi, 2) utang, 3) penjualan saham. Penghematan pajak mendorong perusahaan menggunakan hutang sedangkan biaya kebangkrutan dan keagenan membatasi perusahaan untuk mempertahankan *reserve borrowing capacity* untuk mendanai kesempatan investasi yang menguntungkan dimasa depan.

Dalam penelitian Deshmukh (2005) ia memutuskan untuk menggunakan perusahaan yang membayar dividen maupun yang tidak membayar dividen. Kebanyakan studi empiris mengabaikan perusahaan yang tidak membayar dividen. Jika perusahaan mendapati bahwa hal ini optimal untuk tidak membayar dividen, pengecualian mereka dari suatu analisa empiris dapat menimbulkan suatu bias pemilihan dalam sampel yang mengakibatkan bias dan ketidak konsistenan estimasi yang mendasari parameter. Dalam kasus tersebut, generalisasi mengenai kebijakan dividen perusahaan dapat tidak sesuai.

Untuk memberikan dukungan yang lebih jauh pada teori *pecking order*, penulis menguji hubungan antara kebijakan dividen dan biaya penerbitan yang berasal dari masalah asimetri informasi. Pertama, penulis menguji hubungan antara asimetri informasi dengan biaya penerbitan untuk suatu sampel dari penawaran hak kepemilikan musiman. Hasilnya mengkonfirmasi prediksi bahwa biaya penerbitan meningkat dengan tingkat asimetri informasi.

Berikutnya penulis akan membahas efek dari asimetri informasi pada kebijakan dividen dan menghasilkan hipotesa teruji yang terkait. Penulis juga mengidentifikasi beberapa variabel kontrol yang dipakai dalam estimasi dari model empiris. Kemudian penulis mengusulkan suatu model empiris sederhana dari kebijakan dividen yang diikuti dengan diskusi atas metodologi dan ukuran yang digunakan untuk variabel terikat.

Penelitian yang dilakukan oleh Ramli (1994) dalam Hatta (2002) membuktikan bahwa analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah *earning per share* dan *debt to equity ratio*. Sutojo dan Irianto (1995) dalam Surasni (1998) *debt to equity ratio* dan *return on equity* adalah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian Surasni (1998) hanya variabel *earning per share* yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Mutamimah dan Sulistyo (2000) menyatakan bahwa dividen tahun sebelumnya dan *debt to equity ratio* berpengaruh terhadap *dividen per share*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deshmukh (2005) dengan mengamati sampel penelitian di NYSE atau AMEX database COMPUSTAT. Berdasarkan latar belakang yang telah

diuraikan diatas sangat menarik bagi penulis untuk mengambil judul ***"Efek dari Asimetri Informasi Terhadap Kebijakan Deviden pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia."***

1.2. Rumusan Masalah

Dalam penulisan ini penulis mencoba untuk meneliti efek asimetri informasi terhadap kebijakan dividen untuk memberikan penjelasan alternatif mengenai teori *pecking order* maupun *signaling theory*. Berdasarkan pernyataan diatas maka peneliti dapat menyimpulkan bahwa pokok permasalahan dalam penulisan ini adalah apakah terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan tingkat asimetri informasi.

1.3. Tujuan Penelitian

Sebagaimana telah dinyatakan sebelumnya, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan tingkat asimetri informasi.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat, yaitu :

1. Bagi perusahaan adalah berupa masukan pendapat yang dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dalam menentukan kebijakan dimasa mendatang yang dapat meningkatkan nilai perusahaan.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Pengertian Dividen

Dividen adalah bagian laba atau pendapatan perusahaan, yang besarnya ditetapkan oleh direksi serta disahkan oleh rapat pemegang saham, kemudian dibagikan kepada pemegang saham yang bersangkutan. Adapun pembayarannya diatur menurut ketentuan yang berlaku pada tiap jenis saham masing-masing.

Baskin (1989) dalam Wibowo dan Erkaningrum (2002) menyatakan bahwa pembayaran dividen yang besar pada periode lalu akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa yang akan datang. Meningkatnya kebutuhan kas akan mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi. Jika pembayaran yang dilakukan sebelumnya besar, maka manajer dan pemegang saham mungkin akan mengharapkan pembayaran dividen yang lebih besar dimasa yang akan datang.

Dalam teori *pecking order*, dividen adalah komponen dari defisit keuangan perusahaan, dengan demikian secara positif berhubungan dengan hutang (Frank dan Goyal, 2003; Halov dan Heider, 2003; Fama dan French, 2002 dalam Medeiros dan Daher, 2004). Perilaku *pecking order* dapat disebabkan oleh kebijakan dividen perusahaan yang akan mempengaruhi penggunaan *retained earning*.

2.2. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen *(dividend policy)* sampai saat ini masih merupakan teka-teki *(puzzle)* yang masih diperdebatkan. Perdebatan itu berkisar tentang apakah dividen dapat dikatakan sebagai *good news* atau *bad news* bagi para pemegang saham atau investor, atau dengan kata lain bahwa dapatkah dividen itu dijadikan sebagai sinyal tentang nilai suatu perusahaan *(value of the firm)* dimasa sekarang dan masa yang akan datang (Habbe; 2003).

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil.

Menurut Chaerul dan Sulistiyorini (2000: 370) beberapa penting faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menentukan penerimaannya di masa datang. Brigham dan Gapenski (1996: 437) dalam Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa perubahan besarnya dividen yang dibagikan terdapat dua akibat yang saling berlawanan. Apabila seluruh laba dibayarkan sebagai dividen maka kepentingan cadangan terabaikan, sebaliknya

bila laba ditahan semua maka kerpentingan pemegang saham terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan tersebut, maka manajer dapat menempuh kebijakan yang optimal. Menurut Weston dan Brigham (1997) dalam Yuniningsih (2002), kebijakan dividen optimal merupakan kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga dapat memaksimumkan laba.

2.2.1. *Asymmetric Information Theory*

Informasi akuntansi yang berkualitas berguna bagi investor untuk menurunkan asimetri informasi. Asimetri informasi timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa depan dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Ketika timbul asimetri informasi, keputusan ungkapan yang dibuat oleh manajer dapat mempengaruhi harga saham sebab asimetri informasi antara investor yang lebih terinformasi dan investor kurang terinformasi menimbulkan biaya transaksi dan mengurangi likuiditas yang diharapkan dalam pasar untuk saham-saham perusahaan (Komalasari, 2000 dalam Murni, 2003). Menurut Brighman dan Houston (1999: 35) dalam Saidi (2004) *Asymmetric Information* atau ketidaksamaan informasi adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Asimetri informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Husnan, 1996: 325). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang overvalue (terlalu mahal).

Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya).

Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Karena itu emisi saham baru akan menurunkan saham.

2.2.1.1. *Pecking Order Theory*

Myers dan Majluf (1984) dalam Deshmukh (2005) berpendapat bahwa perusahaan tergantung pada *internal funds* karena ingin memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Myers dan Majluf (1984) juga berpendapat bahwa dengan keberadaan asimetri informasi, suatu perusahaan dapat berinvestasi lebih rendah dalam keadaan tertentu. Kecenderungan investasi yang lebih rendah tersebut diakibatkan kerugian *ex-ante* dalam nilai perusahaan, muncul dari masalah kegagalan yang terkait dengan penerbitan modal baru. Sehingga Myers dan Majluf menyatakan bahwa perusahaan dapat mengakumulasikan potongan nilai perusahaannya dengan menurunkan devidennya. Jadi kebijakan dividen dapat dipakai mengontrol masalah investasi rendah yang timbul dari asimetri informasi. Sehingga, teori *pecking order* memprediksikan bahwa semakin tinggi tingkat asimetri informasi, semakin rendah dividen.

Pecking order theory adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan. Myers (1984) dalam Wibowo dan Erkaningrum (2002) mengemukakan argumentasi mengenai adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk menentukan pemilihan sumber pendanaan yang berdasarkan pada p*ecking order theory*. Baskin (1989) dalam penelitian Wibowo dan Erkaningrum (2002) mengemukakan bahwa dari hasil pengamatan menunjukkan bahwa *pecking order theory* yang diusulkan oleh Donaldson (1961) nampak bisa menggambarkan tentang praktek perusahaan. Myers (1984) berpendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* yang dikemukakan oleh Donaldson pada tahun 1961 mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut : 1) kebijakan dividen bersifat konstan (*sticky*), 2) lebih baik dana internal dibandingkan eksternal, 3) bila menggunakan dana eksternal pilih surat berharga bebas risiko, 4) diperlukan banyak dana eksternal maka memilih urutan surat berharga dari *risk free debt, risky debt, covertible security,* saham preferen, *common stock.*

2.2.1.2. *Signaling Theory*

Miller dan Rock (1985) dalam Deshmukh (2005) mengembangkan suatu model dimana dividen yang lebih tinggi terasosiasi dengan pendapatan sekarang yang lebih tinggi. Menurut mereka, asimetri informasi menjadi bagian dari pendapatan saat ini dan tingkat dari investasi. Miller dan Rock mengasumsikan pendapatan sekarang terkolerasi dengan waktu dan apabila pendapatan sekarang diungkapkan, pendapatan mendatang dapat dipengaruhi oleh

investor. Sehingga dividen secara tidak langsung dipakai sebagai tanda dari pendapatan mendatang perusahaan.

Dalam suatu model, biaya pengisyaratan adalah investasi rendah yang relatif pada kasus informasi yang penuh. Sehingga pembayaran dividen dibawah asimetri informasi relatif lebih tinggi dibandingkan pada keadaan informasi penuh. Menurut Kartini (2001) ada dua asumsi yang mendasarkan *dividen signaling theory*. Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividennya. Karena itu, apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen dirasakan oleh investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa yang akan datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen adalah beda. Manajemen memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.

2.3. Penelitian Terdahulu

Menurut Murni (2003) perilaku dan kualitas keputusan investor dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan perusahaan lain dalam laporan keuangan. Informasi yang berkualitas tersebut bagi investor berguna untuk menurunkan asimetri informasi. Asimetri informasi muncul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemegang saham dan stakeholder lainnya. Apabila dihubungkan dengan peningkatan perusahaan, ketika terdapat asimetri informasi,

manajer dapat memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada investor guna memaksimasi nilai saham perusahaan.

Pettit (1972) dan Aharony dan Swary (1980) dalam Kartini (2001) mengamati reaksi pasar terhadap berbagai pengumuman pembayaran dividen seperti kebijakan pembayaran dividen yang tetap, kebijakan pembayaran dividen yang naik, dan kebijakan pembayaran yang turun. Penelitian lain dikemukakan oleh Healy dan Palepu (1988) dalam Kartini (2001) mengamati reaksi pasar terhadap *dividen initiation* yaitu kebijakan pembagian dividen untuk pertama kalinya atau pertama kalinya setelah ditunda beberapa periode.

Bhattachary (1979) dan Miller dan Rock (1985) dan penelitian lainnya dalam Deshmukh (2003) menyatakan bahwa pengembangan model dimana dividen menyampaikan informasi tentang pendapatan perusahaan. Dalam model ini dividen yang tinggi adalah kumpulan dari tingginya pendapatan yang secara tidak langsung mempunyai hubungan positif terhadap reaksi harga saham dan sinyal dari pengumuman perubahan dividen. Model ini juga memprediksikan bahwa yang menarik dari reaksi pasar akan mempunyai hubungan positif terhadap perubahan dividen.

Pangeran (2000) meneliti mengenai pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia pada periode 1991-1996, apakah konsisten dengan filosofi pendanaan *pecking order theory* atau *balance theory*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia konsisten dengan filosofi *pecking order theory*.

2.4. Formulasi Hipotesis

2.4.1. Asimetri Informasi dan Kebijakan Dividen

Survey yang dilakukan oleh Farelly, Baker, dan Edelman (1985) dalam penelitian yang dilakukan oleh Apriani (2005) menunjukkan bahwa manajer kantor pusat yakin bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan dan bahwa terdapat tingkatan optimal pembayaran dividen. Dalam praktek sebagian perusahaan membayar dividen meskipun membayar dividen membutuhkan biaya.

Salah satu alasan mengapa perusahaan membayar dividen adalah penggunaan kebijakan dividen untuk mengkomunikasikan informasi mengenai prospek masa depan perusahaan bagi investor. Miller dan Modigliani (1961) dalam Baker dan Powel (1999) dalam Apriani (2005) menyadari bahwa dalam dunia nyata perubahan dalam harga pasar sering diikuti oleh perubahan dalam tingkat dividen. Berdasarkan kandungan informasi dari dividen atau penjelasan *signaling*, pengumuman dividen kas menyampaikan informasi yang bernilai mengenai penilaian manajemen terhadap profitabilitas masa depan perusahaan.

Dalam penelitian Apriani (2005) asimetri informasi memberikan kesan bahwa manajer kantor pusat mempunyai informasi melebihi investor luar. Jika manajer mempunyai informasi yang tidak dipunyai oleh investor maka manajer dapat menggunakan perubahan dalam dividen sebagai cara untuk menunjukkan sinyal informasi dan kemudian menurunkan asimetri informasi. Kemudian investor akan menggunakan pengumuman dividen sebagai informasi untuk menilai harga saham perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa perusahaan tergantung pada *internal funds* karena ingin memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Myers dan Majluf (1984) dalam Deshmukh (2005) juga berpendapat bahwa dengan keberadaan asimetri informasi, suatu perusahaan dapat berinvestasi lebih rendah dalam keadaan tertentu. Kecenderungan investasi yang lebih rendah tersebut diakibatkan kerugian *ex-ante* dalam nilai perusahaan, muncul dari masalah kegagalan yang terkait dengan penerbitan modal baru. Sehingga Myers dan Majluf (1984) dalam Deshmukh (2005) menyatakan bahwa perusahaan dapat mengakumulasikan potongan nilai perusahaannya dengan menurunkan devidennya. Jadi kebijakan dividen dapat dipakai mengontrol masalah investasi rendah yang timbul dari asimetri informasi. Sehingga, teori *pecking order* memprediksikan bahwa semakin tinggi tingkat asimetri informasi, semakin rendah dividen. Berdasarkan uraian diatas dapat diambil hipotesis bahwa:

H_1= Asimetri informasi mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

2.4.2. Variabel Kontrol

2.4.2.1. Biaya Agensi dari Hak Kepemilikan (Eksternal)

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Deshmukh (2005) berpendapat bahwa pembayaran dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi biaya agensi pada hak kepemilikan eksternal. Easterbrook (1984) mengidentifikasikan pula dua bentuk biaya agensi yang timbul dari monitoring manajer dan dari penghindaran resiko manajerial. Alasannya bahwa

masalah yang terkait dengan monitoring dan penghindaran resiko akan berkurang jika frekuensi perjalanan ke pasar modal eksternal untuk mengumpulkan dana sering dilakukan oleh manajer.

Rozeff (1982) dalam Deshmukh (2005) juga berpendapat bahwa suatu peran memonitor bagi dividen dan memandang pembayaran dividen sebagai alat pengikat untuk mengurangi biaya agensi. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) juga mengindikasikan bahwa nilai dari dividen dalam pengontrolan biaya agensi lebih rendah dengan keberadaan beberapa mekanisme kontrol lainnya seperti kepemilikan manajerial atas saham. Dengan kata lain bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial menjadikan biaya agensi lebih rendah. Sehingga, jika hal lain tetap, dividen terkait terbalik dengan kepemilikan manajerial. Dari uraian tersebut dapat diambil hipotesis bahwa:

H_2= Biaya agensi dari hak kepemilikan (eksternal) mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

2.4.2.2. Kesempatan Bertumbuh

Market to Book Value Ratio (MBV) digunakan sebagai proxy kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*) oleh Titman dan Wessels (1998); Razan dan Zingales (1995); Baker dan Wurgler (2002); Korajczyk dan Levi (2003) dalam Wijaya (2004). Proxy ini digunakan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai peningkatan yang terjadi pada perusahaan.

Myers dan Majluf (1984) dalam Deshmukh (2005) berpendapat bahwa jika ukuran investasi meningkat dan hal lain tetap, maka kerugian *ex-ante* yang merupakan hasil dari investasi yang rendah juga akan meningkat karena perusahaan sekarang lebih mengandalkan sumber eksternal untuk dana. Ukuran dari investasi yang diperlukan juga akan meningkatkan fungsi dari kesempatan bertumbuh. Masalah investasi rendah yang muncul dari kesempatan bertumbuh dapat dikendalikan dengan meningkatkan jumlah potongan yang tersedia. Sehingga suatu perusahaan yang diharapkan dapat tumbuh cepat harus menurunkan pembayaran dividen untuk mengakumulasikan potongan keuangan dengan cara mengurangi kemungkinan untuk investasi rendah. Dari uraian diatas dapat diambil hipotesis bahwa:

H_3= Kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

2.4.2.3. *Cash Flow*

Laporan arus kas menyediakan informasi mengenai pertumbuhan suatu perusahaan. Suatu perusahaan dikatakan sedang tumbuh (growth) apabila arus kas masuk untuk investasi dan arus kas masuk dari pendapatan investasi semakin lancar.

Deshmukh (2005) berpendapat teori residual menyatakan bahwa dengan kesempatan investasi tertentu, suatu perusahaan dengan aliran kas yang tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Argumentasi pengisyaratan juga menyatakan, jika hal lain tetap, maka perusahaan dengan pendapatan yang tinggi

diprediksikan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Teori *pecking order* juga menyatakan bahwa dengan kebutuhan investasi tertentu, semakin tinggi aliran kasnya dari aktiva yang ada termasuk kebutuhan yang rendah untuk kelonggaran, maka diasumsikan pembayaran dividen tinggi. Dari uraian diatas dapat diambil hipotesis bahwa:

H_4= *Cash flow* mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

2.4.2.4. Biaya Agensi atas Tekanan Hutang dan Keuangan

Pembayaran dividen merupakan sumber konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman dan dapat muncul sebagai biaya agensi hutang (Smith dan Warner, 1979; Kalay,1982 dalam Deshmukh, 2005). Kalay (1982) menyatakan bahwa pembatasan dividen yang dijumpai pada perjanjian hutang diterapkan untuk mengontrol biaya agensi dari hutang yang timbul dari pembayaran dividen yang didanai dari penerbitan hutang.

Semakin tinggi tingkat hutang maka semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi, karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan nilai perusahaan naik. Frank dan Goyal (2000) dalam Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen. Baskin (1989) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada periode lalu akan meningkatkan kebutuhan kas dimasa yang akan datang. Meningkatnya kebutuhan kas mendorong dilakukannya peminjaman yang lebih besar dan mengarah pada rasio *leverage* yang lebih tinggi.

Adedeji (1998) dalam Yuniningsih (2002) menemukan bahwa *financial leverage* berhubungan positif dengan dividen. Berdasarkan teori diatas dapat diambil hipotesis bahwa:

H_5= Biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Penentuan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur di Indonesia baik yang membayar dividen maupun yang tidak membayar dividen. Perusahaan manufaktur dipilih karena penelitian akan lebih relevan apabila dilakukan pada jenis industri yang sama. Mengingat karakteristik antar industri berbeda satu dengan lainnya. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2004. Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode sampling purposive, yaitu metode pengumpulan anggota sampel berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu (Cooper dan Emory, 1995).

Perusahaan yang menjadi kriteria dalam penelitian ini adalah perusahaan dengan ketentuan sebagai berikut :

1. Sampel telah terdaftar di BEJ sejak tahun 2000, 2001, 2002, 2003 dan 2004.
2. Sampel merupakan perusahaan manufaktur yang mencantumkan pembagian dividennya maupun yang tidak mencantumkan pembagian dividennya.
3. Menyajikan laporan keuangan secara lengkap termasuk catatan atas laporan keuangan.

4. Memiliki data-data lain yang dibutuhkan untuk pengukuran variabel dalam penelitian ini yaitu data jumlah pemegang saham setiap perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

3.2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan adalah data sekunder dari pojok BEJ UII. Data yang digunakan tersebut meliputi data laporan keuangan publikasi tahunan (*annual report*) untuk periode tahun 2000 sampai dengan 2004. Disamping itu data lain yang digunakan diperoleh dari publikasi ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) serta publikasi lainnya yang relevan dengan penelitian ini.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Metode ini dilakukan dengan cara mengumpulkan data laporan keuangan yang dikeluarkan oleh BEJ terlebih dahulu kemudian mencatatnya sesuai yang dibutuhkan.

3.3. Variabel Penelitian

1. Variabel terikat (*dependent variable*)

   Variabel dependen dalam penelitian ini adalah tingkat dividen optimum dari perusahaan manufaktur. Pengukuran dari tingkat dividen optimum adalah dengan menggunakan hasil dividen konvensional (DIVYLD) yang setara dengan rasio dari dividen per saham pada harga per saham.

   $$DIVYLD = \frac{Dividen\ per\ saham\ (DPS)}{harga\ per\ saham\ (EPS)}$$

2. Variabel bebas (*independent variable*)

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini meliputi :

a. Asimetri informasi

Dalam menghitung besarnya *bid-ask spread* (sebagai proksi asimetri informasi) dalam penelitian ini menggunakan model yang dipakai Komalasari (2000)

$SPREAD_{i,t} = (ask_{i,t} - bid_{i,t}) / \{(ask_{i,t} + bid_{i,t})/2\} \times 100$

Dimana:

$Ask_{i,t}$ = harga *ask* tertinggi saham perusahaan *i* yang terjadi pada hari *t*

$Bid_{i,t}$ = harga *bid* terendah saham perusahaan *i* yang terjadi pada hari *t*

b. Biaya Agensi dari hak kepemilikan (eksternal)

Bagian dari kepemilikan (INSOWN) dipegang oleh semua petugas dan direktur dari perusahaan dan digunakan sebagai proxy dari biaya agensi atas kepemilikan.

c. *Market to Book Value* (MTOB) digunakan sebagai wakil dari kesempatan bertumbuh (Titman dan Wessel, 1998). Market to book value merupakan rasio dari market value of asset (MVA).

$$MTOB = \frac{Market\ value\ of\ asset}{Total\ asset}$$

$$MVA = \frac{Earning\ after\ tax}{Earning\ per\ share} x\ Clo\sin g\ price$$

d. *Cash Flow*

$$CFTOB = \frac{pendapa\tan\ sebelum\ bunga,\ depresiasi,\ pajak\ (EBIDTD)}{nilai\ buku\ asset}$$

2. Bagi investor dapat memberikan informasi tentang resiko investasi lewat laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan yang ada di Bursa Efek Jakarta dan dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan investasi dimasa yang akan datang.
3. Bagi pemerintah dan masyarakat dapat digunakan sebagai bahan pengetahuan dan sebagai landasan sumber informasi yang berarti dalam mengatasi masalah yang sama atau yang terkait dengan penelitian ini.

1.5. Sistematika Pembahasan

BAB I : Pendahuluan

Dalam bab ini diuraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika pembahasan.

BAB II : Landasan Teori, Penelitian Terdahulu, dan Hipotesis

Dalam bab ini diuraikan mengenai definisi dari dividen, kebijakan dividen, asimetri informasi, teori *pecking order,* dan teori *signaling.* Dalam bab ini juga dibahas mengenai penelitian terdahulu dan formulasi hipotesa yang diperoleh dari variabel kontrol.

BAB III : Metode Penelitian

Menguraikan tentang gambaran obyek penelitian, penentuan sampel, pengumpulan data, dan teknik analisis data.

BAB IV : Analisis Data

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya yang menjadi landasan pembahasan, maka akan dianalisis data yang telah diperoleh dari hasil

penelitian ini, yang meliputi gambaran umum analisis data, analisis data, dan interprestasi hasil analisis.

BAB V : Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan akan diperoleh dari hasil analisis data pada bab sebelumnya, disamping itu juga akan dikemukakan saran-saran yang diharapkan dapat berguna bagi obyek penelitian di masa yang akan datang.

d. Biaya Agensi atas Tekanan Hutang dan Keuangan

Menurut Yuniningsih (2002):

$$Financial\ Leverage = \frac{CL + LD}{MVF}$$

Dimana:

CL = *Current Liabilities*
LD = *Long term debt*
MVF = *Market value of the firm*

$$MVF = \left(\frac{EAT}{EPS} x\ clo\sin g\ price \right) + (CL + LD)$$

EAT = *Earning After Tax*
EPS = *Earning Per Share*

3.4. Model Pengujian Hipotesis

Hipotesis nol dan alternatif terbentuk sebagai berikut :

Ho_1= Asimetri informasi tidak mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ha_1= Asimetri informasi mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ho_2= Biaya agensi dari hak kepemilikan (eksternal) tidak mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ha_2= Biaya agensi dari hak kepemilikan (eksternal) mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ho_3= Kesempatan bertumbuh tidak mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ha_3= Kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen.

Ho_4= *Cash flow* tidak mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

Ha_4= *Cash flow* mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

Ho_5= Biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan tidak mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

Ha_5= Biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen.

3.5. Metode Analisis Data

Untuk mencapai tujuan penelitian, penulis menggunakan alat analisis yang terlebih dahulu dilakukan uji normalitis untuk mengetahui karakteristik dari data yang telah digunakan. Apakah data tersebut berdistribusi normal atau tidak berdistribusi normal. Jika data tersebut berdistribusi normal, maka alat pengujinya bersifat statistik parametrik. Dan sebaliknya jika data tersebut tidak berdistribusi normal, maka alat pengujinya bersifat statistik non parametrik.

Model analisis diestimasi dengan menggunakan OLS (*Ordinary Least Square*) dan regresi tersensor atau model Tobit yang diterapkan baik pada perusahaan pemberi dividen maupun yang tidak (Maddala, 1983; Amemiya, 1984). Data disensor karena nilai dari variabel terikat dan variabel bebas dapat diamati untuk perusahaan yang memberi dividen. Sementara hanya nilai dari variabel bebas yang diketahui pada perusahaan yang tidak memberikan dividen.

Sedangkan OLS akan menghasilkan bias, ketidak konsistenan dan estimasi yang tidak efisien yang mendasari parameter, bahkan ketika sampel mengandung perusahaan yang tidak memberi dividen. Dipihak lain, kecenderungan estimasi maksimum dari model Tobit menghasilkan konsistensi dan estimasi yang efisien.

Persamaan regresi yang akan dilakukan dalam pengujian hipotesa adalah sebagai berikut :

$$Y_i^* = \beta' X + \varepsilon_i \quad \text{.....(3.1)}$$

$$Y_i = Y_i^*, \; jika \; Y_i^* > 0$$

$$Y_i = 0, \; jika \; Y_i^* \leq 0$$

Keterangan :

Yi* = tingkat dividen optimum untuk perusahaan i
Yi = ukuran variabel terikat (dari tingkat dividen optimum)
X = vektor dari variabel penjelasan
εi = satuan gangguan

Metode analisis data yang digunakan untuk membuktikan hipotesis diatas yaitu: untuk menguji hipotesis yang akan diajukan tentang keberartian hubungan variabel terikat dan bebas mempunyai hubungan negatif atau tidak maupun yang mempunyai hubungan positif atau tidak dapat dilihat dari koefisien regresi (β). Apabila signifikan dan positif berarti tolak Ho.

- Hipotesis Ha_1 memprediksikan bahwa koefisien β_1 negatif

  Asimetri informasi $Ho_1: \beta_1 \geq 0$

  $Ha_1: \beta_1 < 0$

- Hipotesis Ha_2 memprediksikan bahwa koefisien β_2 negatif

  Biaya agensi dari $Ho_2: \beta_2 \geq 0$

  hak kepemilikan $Ha_2: \beta_2 < 0$

(eksternal)

- Hipotesis Ha_3 memprediksikan bahwa koefisien β_3 negatif

  Kesempatan bertumbuh Ho_3: $\beta_3 \geq 0$

  Ha_3: $\beta_3 < 0$

- Hipotesis Ha_4 memprediksikan bahwa koefisien β_4 positif

  Cash Flow Ho_4: $\beta_4 \leq 0$

  Ha_4: $\beta_4 > 0$

- Hipotesis Ha_5 memprediksikan bahwa koefisien β_5 positif

  Biaya agensi atas Ho_5: $\beta_5 \leq 0$

  tekanan hutang Ha_5: $\beta_5 > 0$

  dan keuangan

Selanjutnya untuk menguji hipotesis yang akan diajukan tentang keberartian hubungan variabel terikat dan variabel bebas dapat digunakan alat statistik yaitu nilai probabilitas kesalahan estimasi (p-value). Pengujian hipotesis koefisien regresi secara parsial dilakukan dengan uji p-value. Penelitian ini menggunakan level signifikansi 5% (α). Jika p-value koefisien variabel lebih rendah daripada tingkat signifikansi (α) yang dipilih maka keputusan menolak Ho.

Untuk mengetahui kekuatan model dalam memprediksi maka dilihat dari koefisien determinasi (adjusted R^2). Semakin mendekati nol besarnya koefisien determinasi suatu regresi, maka semakin kecil pula pengaruh semua variabel independen terhadap nilai variabel dependen. Sebaliknya, semakin mendekati satu besarnya koefisien determinasi suatu persamaan regresi, maka

semakin besar pula pengaruh semua variabel independen terhadap variabel dependen.

3.6. Uji Asumsi Klasik

Model regresi yang diperoleh dari metode kuadrat terkecil biasa (*Ordinary Least Square / OLS*) merupakan model regresi yang menghasilkan estimator linier tidak bias yang terbaik (*Best Linear Unbias Estimator / BLUE*). Kondisi ini akan terjadi jika dipenuhi beberapa asumsi, yang disebut asumsi klasik, yakni sebagai berikut:

- Multikolinearitas

  Uji asumsi model klasik yang pertama adalah multikolinearitas dalam model regresi yang dihasilkan. Artinya, antara variabel independen yang satu dengan yang lain dalam model regresi saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan 1).

- Heteroskedastis

  Gejala heteroskedastis akan muncul apabila variabel pengganggu (ε) memiliki varian yang berbeda dari sati observasi ke observasi lain. Adanya heteroskedastis menyebabkan koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastis dalam persamaan regresi digunakan dengan melihat residual plot persamaan regresi. Dengan kriteria lain heteroskedastis terjadi apabila koefisien regresi suatu variabel bebas secara signifikan berbeda dengan nol. Gejala heteroskedastis ini dapat

diatasi dengan cara melakukan transformasi variabel-variabel dalam model regresi yang diestimasi yaitu dengan membagi model regresi semula dengan salah satu variabel bebas yang memiliki koefisien regresi yang tinggi dalam residualnya.

- Autokorelasi

  Uji asumsi model regresi model regresi klasik yang ketiga adalah adanya autokorelasi dalam model regresi. Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui adanya korelasi antar anggota serangkaian data observasi waktu (*time series*). Maupun data *cross section*, meskipun autokorelasi lebih banyak terjadi pada data *time series* (Gujarati, 1995). Jika dalam persamaan regresi terdapat autokorelasi maka estimator OLS masih tetap konsisten hanya saja menjadi tidak efisien (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin-Watson (d) statistic*.

BAB IV

ANALISA DAN PEMBAHASAN

4.1. Deskripsi Penelitian

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data-data dalam laporan keuangan yang terdiri dari neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas. Untuk mengetahui adanya insider ownership (INSOWN) pada perusahaan penulis juga menggunakan catatan atas laporan keuangan. Selain itu penulis juga menggunakan data yang terdapat pada ICMD serta penulis juga menggunakan data berupa ask price dan bid price pada tanggal neraca. Semua data diperoleh dari direktori pojok BEJ UII tahun 2000 sampai dengan tahun 2004. Dari data yang ada kemudian dianalisis menggunakan alat uji model Tobit yang diterapkan baik pada perusahaan pemberi dividen maupun yang tidak, untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2004. Pada periode tersebut, perusahaan manufaktur yang *go public* sebanyak 154 perusahaan untuk masing-masing tahun. Jumlah perusahaan yang berhasil diperoleh sebanyak 216 perusahaan dengan rincian 69 perusahaan membayarkan dividennya sedangkan sisanya sebanyak 147 perusahaan tidak membayarkan dividennya. Jenis-jenis perusahaan dapat dilihat pada lampiran.

4.2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakter sampel yang digunakan dalam penelitian. Pada tabel dibawah ini terdapat nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi masing-masing variabel.

Tabel 4.1 Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIVYLD	216	0	56	1.56	4.975
SPREAD	216	.51948	82.35294	11.6816832	14.13665638
INSOWN	216	.01	31.82	4.1773	6.14061
MTOB	216	.00417	11.26838	.6802185	1.42256592
cftob	216	-.31049	.48171	.0491912	.09368906
FinLev	216	.00274	.99747	.5351588	.28698165
Valid N (listwise)	216				

Berdasarkan informasi yang ada dalam statistik deskriptif, dapat dilihat bahwa jumlah sampel yang diuji berjumlah 216 sampel. Selain itu dalam statistik deskriptif diatas juga menjelaskan objek sampel yang terdiri dari 1 variabel dependen dengan menggunakan *Dividend Yield (DIVYLD)*, serta 5 variabel independen seperti SPREAD (Asimetri Informasi), INSOWN (Biaya Agensi dari hak kepemilikan), MTOB (Kesempatan bertumbuh), CFTOB (Arus kas operasi), FinLev (Biaya Agensi atas Tekanan Hutang dan Keuangan).

Nilai minimum *Dividend Yield (DIVYLD)* sebesar 0 terdapat pada 147 perusahaan yang tidak membayarkan dividennya, nilai maksimum DIVYLD sebesar 56 terdapat pada perusahaan PT. Selamat Sempurna Tbk pada tahun 2002. Mean atau nilai rata-rata DIVYLD sebesar 1,56 dan nilai standar deviasi sebesar 4,975. Nilai minimum SPREAD sebesar 0,51948 terdapat pada perusahaan PT.

Astra Internasional tahun 2004, nilai maksimum sebesar 82,35294 terdapat pada pada perusahaan PT. Lionmesh Prima tahun 2000. Mean DIVYLD sebesar 11,6816832 dan nilai standar deviasi sebesar 14,13665638. Nilai minimum INSOWN sebesar 0,01 terdapat pada 3 perusahaan, nilai maksimum sebesar 31,82 terdapat pada PT. Fatrapolindo Nusa Industri tahun 2002 dan 2003. Mean INSOWN sebesar 4,1773 dan nilai standar deviasi sebesar 6,14061. Nilai minimum MTOB sebesar 0,00417 terdapat pada PT. Jakarta Kyoei Steel Works Limited tahun 2000, nilai maksimum sebesar 11,26838 terdapat pada PT. Sarasa Nugraha tahun 2000. Mean MTOB sebesar 0,6802185 dan nilai standar deviasi sebesar 1,42256592. Nilai minimum CFTOB sebesar -0,31049 terdapat pada perusahaan PT. Jaya Pari Steel tahun 2000, nilai maksimum sebesar 0,48171 terdapat pada perusahaan PT. Sarasa Nugraha tahun 2000. Mean CFTOB sebesar 0,0491912 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,09368906. Nilai minimum dari *Financial Leverage (FinLev)* sebesar 0,00274 terdapat pada perusahaan PT. Eterindo Wahanatama tahun 2003, nilai maksimum sebesar 0,99747 terdapat pada PT. Jakarta Kyoei Steel Works Limited tahun 2002. Mean *Financial Leverage (FinLev)* sebesar 0,5351588 dan nilai standar deviasinya sebesar 0,28698165.

4.3. Analisa Data

Untuk membuktikan hipotesis yang telah dijelaskan pada bab II, maka analisis dilakukan secara parsial untuk mengetahui apakah variabel tersebut mempunyai hubungan positif atau tidak, selain itu juga untuk melihat hubungan

variabel dependen dan variabel independent digunakan tingkat signifikan 0,05. Data-data dalam penelitian ini diolah dengan menggunakan EViews.

Tabel 4.2 Hasil Analisis Tobit untuk Kebijakan Dividen dan Asimetri Informasi

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.438603	0.397343	21.23756	0.0000
SPREAD	-0.188982	0.018200	-10.38346	0.0000
INSOWN	-0.628114	0.009046	-69.43706	0.0000
MTOB	-2.245916	0.088238	-25.45282	0.0000
CFTOB	3.682079	2.696488	1.365509	0.1721
FINLEV	-6.422892	0.496919	-12.92544	0.0000

Hipotesis utama pada penelitian ini adalah asimetri informasi mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen. Dari hasil analisis Tobit yang dapat dilihat pada tabel 4.2 dapat disimpulkan bahwa nilai koefisien untuk variabel asimetri informasi (SPREAD) sebesar -0.188982 dan p-value 0.0000. Hasil ini menunjukkan bahwa arah koefisien negatif sesuai dengan harapan dan signifikan karena p-value (0.0000) < α (0.05). Hasil kesimpulan yang diperoleh berdasarkan analisis diatas adalah menolak Ho_1 dan Ha_1 terbukti. Koefisien negatif dari analisis yang menyertai (SPREAD) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang semakin tinggi, semakin rendah dividen yang dibayarkan. Temuan ini konsisten dengan konsisten dengan *pecking order theory*, tetapi tidak konsisten dengan *signaling theory*.

Hipotesis kedua pada penelitian ini adalah biaya agensi dari hak kepemilikan (eksternal) mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen. Dari hasil analisis Tobit yang dapat dilihat pada tabel 4.2 menunjukkan bahwa nilai koefisien untuk variabel biaya agensi dari hak kepemilikan/eksternal (INSOWN) sebesar -0.628114 dan p-value sebesar 0.0000. Hasil ini menunjukkan

bahwa arah koefisien negatif sesuai dengan harapan dan juga signifikan karena p-value (0.0000) < α (0.05). Hasil kesimpulan yang diperoleh berdasarkan analisis diatas adalah menolak Ho_2 dan Ha_2 terbukti.

Hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah kesempatan bertumbuh mempunyai hubungan negatif terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan hasil analisis Tobit pada tabel 4.2 terlihat bahwa nilai koefisien untuk variabel kesempatan bertumbuh (MTOB) sebesar -2.245916 dan p-value sebesar 0.0000. Hasil ini menunjukkan bahwa arah koefisien negatif sesuai dengan harapan dan signifikan karena p-value (0.0000) < α (0.05). Hasil kesimpulan yang diperoleh berdasarkan analisis diatas adalah menolak Ho_3 dan Ha_3 terbukti. Koefisien negatif pada ukuran kesempatan bertumbuh (MTOB) juga konsisten dengan prediksi dari *pecking order theory*. Perusahaan dengan tingkat kesempatan bertumbuh yang rendah membayar dividen lebih tinggi.

Hipotesis keempat pada penelitian ini adalah *cash flow* mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan hasil analisis Tobit pada tabel 4.2 terlihat bahwa nilai koefisien untuk variabel *cash flow* (CFTOB) sebesar 3.682079 dan p-value sebesar 0.1721. Hasil ini menunjukkan bahwa arah koefisien positif sesuai dengan harapan, akan tetapi tidak signifikan karena p-value (0.1721) > α (0.05). Hasil kesimpulan yang diperoleh berdasarkan analisis diatas adalah menolak Ho_4 dan Ha_4 terbukti. Temuan ini juga konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kebutuhan investasi tertentu, semakin tinggi aliran kasnya maka semakin tinggi pula pembayaran dividennya.

Hipotesis kelima pada penelitian ini adalah biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan mempunyai hubungan positif terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan hasil analisis Tobit pada tabel 4.2 terlihat bahwa nilai koefisien untuk variabel biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan (FinLev) sebesar -6.422892 dan p-value sebesar 0.0000. Hasil ini menunjukkan bahwa arah koefisien negatif tidak sesuai dengan harapan dan juga signifikan karena p-value (0.0000) < α (0.05). Hasil kesimpulan yang diperoleh berdasarkan analisis diatas adalah menerima Ho_4 dan Ha_4 tidak terbukti.

4.4. Pembahasan

Setelah mendapatkan hasil dari pengujian hipotesis, maka pada bagian ini penulis akan memaparkan implikasi dari hasil pengujian hipotesis terhadap hubungan antar variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini.

4.4.1. Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Dalam

Setelah mengendalikan efek dari asimetri informasi (menurut analisa yang ada), hasil dari model Tobit (tabel 4.2) mengindikasikan bahwa dividen terkait dengan variabel kepemilikan dalam (*insider ownership*). Temuan ini memberikan dukungan bagi peran pengawasan atas dividen dalam mengurangi biaya agensi atas modal. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deshmukh (2005).

Dalam penelitian ini, secara jelas mengontrol tingkat asimetri informasi (dengan analisis yang menyertai) dan menemukan bahwa variabel kepemilikan orang dalam adalah signifikan. Akan tetapi penelitian yang dilakukan

oleh Deshmukh (2005) adalah tidak signifikan. Ketidak signifikanan dari variabel kepemilikan orang dalam yang dilakukan oleh Deshmukh (2005) menyatakan bahwa variabel kepemilikan orang dalam tidak mengandung tambahan informasi ketika tingkat asimetri informasi terkontrol dengan jelas.

4.4.2. Kebijakan Dividen dan Penerbitan Modal

4.4.2.1.Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan

Smith dan Watts (1992) serta Gaver dan Gaver (1993) dalam Deshmukh (2005) menemukan suatu hubungan positif antara *dividend yield* dan ukuran. Mereka tidak memberikan penjelasan untuk hubungan ini. Ukuran perusahaan dihitung dari *market to book value* (MTOB) yang diestimasikan menggunakan suatu model Tobit. Hasilnya mengkonfirmasikan hubungan yang ditemui antara dividen dan analisis yang menyertai. Secara spesifik hasil yang penulis dapat adalah bahwa perusahaan yang lebih besar, memiliki asimetri informasi lebih kecil, membayar dividen lebih tinggi. Hasil ini konsisten dengan *pecking order theory* dan sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Deshmukh (2005) maupun penelitian sebelumnya lagi yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) serta Gaver dan Gaver (1993) dalam Deshmukh (2005).

Hasil lain dalam tabel 4.2 mengindikasikan bahwa temuan berpengaruh secara signifikan. Hal ini juga dimungkinkan bahwa analisis yang menyertai memproksi ukuran perusahaan, sebagai balasannya, mungkin dipakai sebagai suatu proksi untuk efek yang lain pada asimetri informasi. Sehingga untuk mengesahkan suatu penjelasan sederhana berbasis ukuran dari kebijakan dividen

dan untuk memberikan bukti bahwa analisis yang menyertai (sebagai proksi asimetri informasi) memiliki efek terpisah pada kebijakan dividen diluar ukuran perusahaan, penulis melakukan pengujian berikut.

4.4.2.2.Kebijakan Dividen, Asimetri Informasi, dan Biaya Penerbitan Modal

Pecking order theory menyatakan bahwa masalah asimetri informasi menyebabkan penetapan harga rendah (penurunan dari besaran harga) terkait dengan penerbitan modal baru. Penetapan harga yang rendah akibat dari masalah asimetri informasi dapat dipandang sebagai satu komponen dari biaya penerbitan yang terkait dengan pengumpulan modal melalui sumber eksternal. Biaya penerbitan dapat dikontrol dengan mendanai investasi dengan potongan yang dapat diakumulasikan dengan membayar dividen lebih rendah. Sehingga, hubungan antara asimetri informasi dan dividen memasukkan argument bahwa masalah asimetri informasi berpengaruh negatif dengan biaya penerbitan yang dapat dikontrol dengan membayarkan dividen lebih rendah.

Dalam tabel 4.2, suatu model Tobit dengan hasil dividen sebagai variabel terikat, adalah diestimasikan untuk tiap tahun dalam periode 2000-2004. Variabel bebas seperti *cash flow* (CFTOB) menyatakan bahwa suatu perusahaan dengan aliran kas yang tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Hal ini konsisten juga dengan *pecking order theory* dan *signaling theory.* Hasil pengujian hipotesis keempat yakni *cash flow* memiliki hubungan positif terhadap pembayaran dividen adalah benar namun tidak berpengaruh secara signifikan.

Temuan ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deshmukh (2005).

Hasil pengujian terhadap variabel lain yakni biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan (*FinLev*) adalah negatif dan signifikan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan sebelumnya oleh Deshmukh (2005). Hal ini kemungkinan disebabkan karena : 1) Jumlah sampel yang digunakan peneliti relatif lebih kecil hanya 216 perusahaan, sedangkan yang dilakukan oleh Deshmukh (2005) sebanyak 446 sampel. 2) Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Jakarta, sedangkan dalam penelitian Deshmukh (2005) menggunakan data perusahaan yang diperdagangkan atau tidak di NYSE atau AMEX.

Secara garis besar sesuai dengan yang ada pada tabel 4.2, variabel-variabel bebas dalam penelitian ini seperti variabel kepemilikan orang dalam (INSOWN), kesempatan bertumbuh (MTOB), *cash flow* (CFTOB), serta biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan (*FinLev*) menghasilkan bahwa koefisien pada biaya penerbitan yang diprediksi adalah negatif dan signifikan. Hasil penelitian ini sejalan dengan yang penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deshmukh (2005). Hasil penelitian ini memberikan dukungan atas kaitan antara asimetri informasi dengan dividen yang didapat melalui biaya penerbitan.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui apakah terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan tingkat asimetri informasi. Beberapa hasil penelitian menunjukkan hampir semua variabel berhubungan secara negatif terhadap pembayaran dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu asimetri informasi, biaya agensi dari hak kepemilikan (eksternal) / kepemilikan orang dalam, kesempatan bertumbuh, *cash flow*, dan biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan. Sedangakan variabel dependen yang digunakan adalah *dividend yield.*

Dari hasil penelitian yang dilakukan peneliti selama tahun 2000-2004 pada perusahaan manufaktur di Indonesia yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta menunjukkan hasil bahwa dividen terkait secara positif terhadap *cash flow*, tetapi terkait secara negatif terhadap kesempatan bertumbuh. Hubungan positif antara dividen dengan *cash flow* serta hubungan negatif antara dividen dengan kesempatan bertumbuh juga konsisten dengan *pecking order theory*. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa dividen terkait pada variabel kepemilikan orang dalam ketika asimetri informasi terkontrol dengan jelas. Hubungan negatif antara dividen dengan biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan memberikan dukungan yang lebih jauh mengenai *pecking order theory.*

Bukti-bukti yang ada menyatakan bahwa asimetri informasi berhubungan negatif dengan biaya penerbitan. Hubungan negatif antara biaya penerbitan dan dividen memberikan dukungan pada keterkaitan antara asimetri informasi dengan dividen yang didapat melalui dampak dari biaya penerbitan terhadap kebijakan dividen.

5.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Berikutnya

Adapun keterbatasan dan saran yang dapat diajukan penulis dari penelitian yang telah dilakukan antara lain:

1. Dalam menyusun skripsi ini penulis menghadapi kendala yaitu terbatasnya sampel, karena hanya beberapa perusahaan dari banyaknya perusahaan manufaktur yang menyediakan informasi mengenai variabel-variabel yang diteliti dalam periode pengamatan 2000-2004 di Bursa Efek Jakarta. Oleh karena itu penulis memberi saran bagi peneliti-peneliti berikutnya untuk mengambil sampel tidak hanya data yang tersedia di pojok BEJ.
2. Penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur saja, diharapkan pada penelitian selanjutnya dapat memasukkan seluruh jenis industri untuk mengetahui efek dari asimetri informasi terhadap kebijakan dividen.
3. Penelitian selanjutnnya dapat memasukkan variabelvariabel lain sebagai variabel independen yang mempunyai pengaruh terhadap asimetri informasi dan kebijakan dividen.

4. Hasil penelitian ini sekiranya dapat dijadikan sebagai acuan bagi peneliti lain untuk mengembangkan maupun mengoreksi dan melakukan perbaikan seperlunya.

DAFTAR PUSTAKA

Agus Hardjito dan Martono, *Manajemen Keuangan,* Edisi Pertama, Cetakan Pertama, Ekonisia, Fakultas Ekonomi UII Yogyakarta, September 2001.

Deshmukh, Sanjay, *"Dividend Initiation : A Hazard Model", The Financial Review 38,* 2003, Hal 351-368.

Deshmukh, Sanjay, *"The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy", Quarterly Journal of Business and Economics, Winter 2005,* Hal 107-127.

Fitrijanti dan Jogiyanto, *Set Kesempatan Investasi : Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen,* Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 5, No. 1, Januari 2002, Hal 35-63.

Jogiyanto H. M., *Teori Portopolio dan Analisis Investasi,* Edisi I, Cetakan Pertama, BPFE Yogyakarta, Desember 1998.

Jurusan Akuntansi FE UII, *Pedoman Penulisan Skripsi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi UII,* 2005.

Kartini, *Analisis Reaksi Pemegang Saham Terhadap Pengumuman Perubahan Pembayaran Deviden di Bursa Efek Jakarta,* Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 6, No. 6, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, 2001, Hal 121-140.

Lisia Apriani, *Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan/Penurunan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri Tidak Diregulasi),* SNA VIII, 15-16 September 2005, Hal 75-86.

Mason, Robert D, & Lind, Douglas A, *Teknik Statistika untuk Bisnis & Ekonomi,* Edisi Kesembilan, Jilid 1, Penerbit Erlangga, Jakarta, 1996.

Medeiros, Otavio R, & Daher, Cecelie E, *"Testing Static Against Pecking Order Models of Capital Stucture in Brazilian Firms",* http://www.SSRN.com 2004.

Muhammad Edi Wijaya, *Pengujian Empiris Pecking Order Theory Terhadap Leverage (Studi Kasus pada Bursa Efek Jakarta),* Jurnal Manajemen dan Keuangan, Vol.2, No.2, September 2004, Hal 51-60.

Saidi, *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEJ tahun 1997-2002,* Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol. 11, No. 1, Maret 2004, Hal 44-58.

Sekar Mayangsari, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypothesis,* Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi, Vol. 1, No. 3, Desember 2001, Hal 1-26.

Wibowo dan Erkaningrum, *Studi Keterkaitan Antara Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi dalam Pengujian Hipotesis Pecking Order,* Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 17, No. 4, 2002, Hal 506-519.

Yuniningsih, *Interdependensi Antara Kebijakan Dividen Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta,* Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol. 9, No. 2, September 2002, Hal 164-182.

LAMPIRAN

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIVYLD	216	0	56	1.56	4.975
SPREAD	216	.51948	82.35294	11.6816832	14.13665638
INSOWN	216	.01	31.82	4.1773	6.14061
MTOB	216	.00417	11.26838	.6802185	1.42256592
cftob	216	-.31049	.48171	.0491912	.09368906
FinLev	216	.00274	.99747	.5351588	.28698165
Valid N (listwise)	216				

Dependent Variable: DIVYLD
Method: ML - Censored Normal (TOBIT)
Date: 03/31/06 Time: 08:31
Sample: 1 216
Included observations: 216
Left censoring (value) at zero
Convergence not achieved after 100 iterations
Covariance matrix computed using first derivatives

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	8.438603	0.397343	21.23756	0.0000
SPREAD	-0.188982	0.018200	-10.38346	0.0000
INSOWN	-0.628114	0.009046	-69.43706	0.0000
MTOB	-2.245916	0.088238	-25.45282	0.0000
CFTOB	3.682079	2.696488	1.365509	0.1721
FINLEV	-6.422892	0.496919	-12.92544	0.0000
Error Distribution				
SCALE:C(7)	6.043006	0.071724	84.25341	0.0000

R-squared	-0.055958	Mean dependent var	1.560833
Adjusted R-squared	-0.086272	S.D. dependent var	4.974784
S.E. of regression	5.184938	Akaike info criterion	3.575797
Sum squared resid	5618.668	Schwarz criterion	3.685181
Log likelihood	-379.1860	Hannan-Quinn criter.	3.619988
Avg. log likelihood	-1.755491		
Left censored obs	147	Right censored obs	0
Uncensored obs	69	Total obs	216

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
1	PT Cahaya Kalbar Tbk	CEKA	2000	0	1.438849	10.8	0.280802	(0.027686)	0.427163
2	PT Cahaya Kalbar Tbk	CEKA	2001	0	3.076923	5.34	0.157842	0.042995	0.582173
3	PT Cahaya Kalbar Tbk	CEKA	2002	0	2.105263	5.34	0.231123	0.049474	0.465932
4	PT Cahaya Kalbar Tbk	CEKA	2003	0.01	2.247191	5.34	0.219961	0.057047	0.454929
5	PT Cahaya Kalbar Tbk	CEKA	2004	0	5.405405	5.3	0.307335	0.099622	0.42626
6	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF	2004	2.25	3.174603	0.12	0.48268	0.117352	0.365894
7	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	2000	0	9.52381	0.11	0.326595	0.020297	0.246918
8	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	2001	0.02	1.550388	0.11	0.183407	0.045580	0.443946
9	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	2002	0	5.405405	0.11	0.218456	0.087078	0.281461
10	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	2003	0.03	2.898551	0.11	0.520242	0.099992	0.093939
11	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	2004	0.02	4.255319	0.11	0.718447	0.081000	0.119482
12	PT Prasidha Aneka Niaga Tbk	PSDN	2000	0	37.68116	1.17	0.108014	(0.010561)	0.968039
13	PT Prasidha Aneka Niaga Tbk	PSDN	2001	0	32.25806	1.17	0.072129	0.054869	0.982428
14	PT Prasidha Aneka Niaga Tbk	PSDN	2004	0	17.3913	1.09	0.018098	0.010080	0.827771
15	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	2000	0	13.95349	1.2	0.294728	0.013574	0.913116
16	PT Sekar Laut Tbk	SKLT	2003	0	36.06557	1.2	0.238719	(0.025599)	0.879347
17	PT Siantar TOP Tbk	STTP	2000	0	16.82243	3.04	5.580651	0.019303	0.049819
18	PT Siantar TOP Tbk	STTP	2001	0	16	6.28	0.875286	0.166077	0.280361
19	PT Siantar TOP Tbk	STTP	2002	0	1.941748	6.28	0.727228	0.030845	0.331384
20	PT Siantar TOP Tbk	STTP	2003	0	5.714286	6.28	0.462635	(0.053790)	0.41506
21	PT Siantar TOP Tbk	STTP	2004	0	5.555556	6.28	0.497668	0.015360	0.32036
22	PT Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA	2001	0	4.081633	0.1	0.555929	0.090675	0.325404
23	PT Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA	2002	0	3.389831	0.08	0.226245	0.038864	0.486791
24	PT Tunas Baru Lampung Tbk	TBLA	2003	0.03	6.451613	0.08	0.212797	0.009772	0.593614
25	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	2000	3.85	0.766284	1.75	2.306526	(0.105479)	0.154277
26	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	2001	3.47	0.57971	1.75	1.237435	0.040983	0.233115
27	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	2002	3.61	0.600601	1.74	1.033104	0.143396	0.257176
28	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	2003	2.21	0.732601	1.74	1.508565	0.121838	0.188042
29	PT Gudang Garam Tbk	GGRM	2004	3.69	1.113173	1.74	1.266702	0.040535	0.234872

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
30	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP	2000	2.35	0.673401	6.55	8.09191	0.072663	0.028313
31	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP	2001	0.78	0.784314	6.72	1.522757	0.052384	0.156369
32	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP	2002	1.35	0.677966	2.69	1.697634	0.186061	0.111131
33	PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	HMSP	2003	2.68	0.560224	1.97	1.972375	0.198541	0.078357
34	PT Argo Pantes Tbk	ARGO	2000	0	69.87952	2.36	0.140321	0.031667	0.985995
35	PT Argo Pantes Tbk	ARGO	2003	0	1.941748	2.36	0.160727	0.054208	0.801805
36	PT Panasia Indosyntec Tbk	HDTX	2000	0	3.076923	9.47	0.185554	0.091812	0.733302
37	PT Panasia Indosyntec Tbk	HDTX	2001	0	9.302326	5.79	0.163526	0.218394	0.935111
38	PT Panasia Indosyntec Tbk	HDTX	2002	0	9.52381	5.79	0.053043	0.042513	0.871766
39	PT Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM	2000	0	10.16949	6.77	0.489351	0.062009	0.431545
40	PT Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM	2001	0.01	12.5	8.08	0.354737	0.018245	0.48889
41	PT Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM	2002	0	5.405405	10.43	0.093138	0.042747	0.79721
42	PT Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM	2003	0	7.407407	10.4	0.132043	(0.000308)	0.771801
43	PT Sunson Textile Manufacture Tbk	SSTM	2004	0	10.52632	10.4	0.135914	(0.012851)	0.820549
44	PT APAC Citra Centertex Tbk	MYTX	2001	0	2.531646	0.17	0.039866	0.100355	0.951402
45	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX	2000	0	5.405405	0.55	0.118721	(0.021927)	0.882534
46	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX	2001	0	15.38462	0.55	0.043554	(0.017048)	0.95911
47	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX	2002	0	9.52381	0.55	0.395334	(0.014500)	0.402168
48	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX	2003	0	40	0.55	0.131737	0.032660	0.693261
49	PT Hanson Industri Utama Tbk	MYRX	2004	0	40	0.55	0.058143	0.047075	0.878065
50	PT Karwell Indonesia Tbk	KARW	2000	0	8.695652	0.2	0.487086	0.089202	0.584344
51	PT Karwell Indonesia Tbk	KARW	2001	0	7.228916	0.23	0.468754	0.174913	0.63743
52	PT Karwell Indonesia Tbk	KARW	2002	0	1.459854	0.2	0.365781	(0.026473)	0.699444
53	PT Karwell Indonesia Tbk	KARW	2003	0	1.226994	0.2	0.584637	(0.035170)	0.586755
54	PT Ryane Adibusana Tbk	RYAN	2001	0	11.32075	5.08	5.305911	(0.049896)	0.020512
55	PT Sarasa Nugraha Tbk	SRSN	2000	0	2.739726	0.17	11.26838	0.481709	0.015443
56	PT Sarasa Nugraha Tbk	SRSN	2001	0	16.66667	0.15	0.696348	0.164434	0.184096
57	PT Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	2000	2.67	1.117318	1.4	10.63775	0.059259	0.029212
58	PT Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	2001	0	3.921569	1.4	2.361408	0.052277	0.130535

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
59	PT Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	2002	0	1.005025	1.4	2.241003	0.150000	0.179978
60	PT Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	2003	0	2.197802	1.4	1.282942	(0.061412)	0.288845
61	PT Surya Intrindo Makmur Tbk	SIMM	2004	0	2.298851	1.4	1.68608	0.060020	0.208993
62	PT Barito Pacific Timber Tbk	BRPT	2000	0	3.921569	7.95	0.027197	(0.007046)	0.971767
63	PT Barito Pacific Timber Tbk	BRPT	2001	0	10.52632	7.95	0.010733	(0.009308)	0.99259
64	PT Barito Pacific Timber Tbk	BRPT	2002	0	5.714286	2.78	0.03414	0.038471	0.953503
65	PT Barito Pacific Timber Tbk	BRPT	2003	0	1.869159	2.74	0.21231	(0.019761)	0.696195
66	PT Barito Pacific Timber Tbk	BRPT	2004	0	1.104972	2.74	0.35278	0.026252	0.603133
67	PT Daya Sakti Unggul Corporation Tbk	DSUC	2000	0	4.081633	0.21	0.299274	0.066838	0.608926
68	PT Daya Sakti Unggul Corporation Tbk	DSUC	2001	0	11.32075	0.17	0.161841	0.107995	0.774325
69	PT Surya Dumai Industri Tbk	SUDI	2000	0	1.73913	5.92	0.477485	0.019743	0.740063
70	PT Surya Dumai Industri Tbk	SUDI	2001	0	16.21622	5.92	0.904971	0.037942	0.635559
71	PT Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk	TIRT	2000	3.29	5.128205	0.22	0.558868	0.110992	0.53257
72	PT Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk	TIRT	2001	4.17	3.278689	0.44	0.275184	0.030159	0.67581
73	PT Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk	TIRT	2002	4	22.22222	0.22	0.176722	0.023645	0.712755
74	PT Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk	TIRT	2003	0	26.41509	0.22	0.223118	0.012682	0.654834
75	PT Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk	TIRT	2004	1.62	5.263158	0.22	0.230333	0.036957	0.69364
76	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	TKIM	2001	0	3.174603	0.1	0.045868	0.018665	0.964774
77	PT Aneka Kimia Raya Tbk	AKRA	2000	0	14.28571	0.46	0.051745	0.033866	0.970896
78	PT Aneka Kimia Raya Tbk	AKRA	2001	0	11.76471	0.46	0.208411	0.281789	0.525589
79	PT Aneka Kimia Raya Tbk	AKRA	2003	5.56	21.53846	0.47	0.270332	0.028772	0.521001
80	PT Aneka Kimia Raya Tbk	AKRA	2004	3.48	4.444444	0.13	0.424491	0.137652	0.469576
81	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	2000	0	4.878049	1.1	0.426351	0.004803	0.247875
82	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	2001	0	4.444444	1.12	0.11595	0.050973	0.733612
83	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	2002	0	10	1.12	0.112241	0.058579	0.538994
84	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	2003	0	4.878049	1.12	0.109625	0.060873	0.542698
85	PT Budi Acid Jaya Tbk	BUDI	2004	0	4.444444	1.12	0.147428	0.040658	0.689951
86	PT Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA	2000	0	2.197802	0.33	0.156053	0.003261	0.860251
87	PT Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA	2001	0	42.85714	0.33	0.023716	0.014848	0.98318

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
88	PT Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA	2002	0	24	0.29	0.025123	0.031218	0.90271
89	PT Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA	2003	0	2.898551	0.29	0.375331	(0.002170)	0.002742
90	PT Eterindo Wahanatama Tbk	ETWA	2004	0	2.898551	0.29	0.333145	0.002869	0.338037
91	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2000	1.73	1.226994	3.64	0.455721	0.042275	0.316682
92	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2001	6.46	2.061856	3.64	0.256695	0.185513	0.453145
93	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2002	2.78	2.739726	3.64	0.155214	(0.004828)	0.636368
94	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2003	0.7	3.448276	3.64	0.177372	(0.021947)	0.565354
95	PT Lautan Luas Tbk	LTLS	2004	4.59	2.702703	3.64	0.201197	0.066753	0.677377
96	PT Sorini Corporation Tbk	SOBI	2004	3.72	7.228916	0.05	0.362638	0.236208	0.508812
97	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	2000	8.7	4.255319	1.47	0.527972	0.039551	0.292
98	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	2001	6.25	3.726708	2.9	0.381369	0.135186	0.214978
99	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	2002	4.55	16.09195	2.9	0.221111	0.026002	0.196758
100	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	2003	0	24.7619	2.9	0.219158	0.071397	0.388673
101	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk	DPNS	2004	2.5	2.469136	1	0.843216	0.049236	0.146988
102	PT Intanwijaya Internasional Tbk	INCI	2004	5.68	2.298851	17.87	0.445036	0.094892	0.239905
103	PT Resources Alam Indonesia Tbk	KKGI	2001	0	1.626016	3.88	0.274199	0.007766	0.695262
104	PT Argha Karya Prima Industry Tbk	AKPI	2004	0	51.42857	0.37	0.209604	0.039178	0.512627
105	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG	2000	0	3.636364	0.8	0.180137	0.225560	0.617334
106	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG	2001	3.52	1.980198	0.8	0.300064	0.252808	0.477175
107	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG	2002	5.28	1.869159	0.8	0.417468	0.145101	0.489394
108	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG	2003	4.05	1.257862	0.8	0.715659	0.142273	0.354103
109	PT Asahimas Flat Glass Co. Ltd. Tbk	AMFG	2004	4.65	1.156069	0.71	0.597197	0.196265	0.324207
110	PT Asiaplast Industries Tbk	APLI	2000	0	6.896552	15.37	0.438102	0.044047	0.278611
111	PT Asiaplast Industries Tbk	APLI	2001	0	10.52632	15.37	0.238918	0.044593	0.462466
112	PT Asiaplast Industries Tbk	APLI	2002	0	22.22222	15.37	0.115445	0.032386	0.705759
113	PT Asiaplast Industries Tbk	APLI	2003	0	15.38462	15.37	0.155806	0.021494	0.664
114	PT Asiaplast Industries Tbk	APLI	2004	0	18.18182	15.37	0.147326	(0.083743)	0.704812
115	PT Dynaplast Tbk	DYNA	2000	0	3.389831	0.1	0.426542	0.139540	0.432016
116	PT Dynaplast Tbk	DYNA	2001	10.2	1.025641	0.33	0.304519	0.149220	0.589595

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
117	PT Dynaplast Tbk	DYNA	2002	7.06	2.985075	0.5	0.488053	0.186329	0.367669
118	PT Dynaplast Tbk	DYNA	2003	0	1.801802	0.4	0.559534	0.110821	0.411228
119	PT Dynaplast Tbk	DYNA	2004	3.33	4.255319	0.54	0.568905	0.130112	0.415368
120	PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	FPNI	2002	7.94	11.76471	31.82	0.540161	0.191968	0.326976
121	PT Fatrapolindo Nusa Industri Tbk	FPNI	2003	0	33.33333	31.82	0.339773	0.056806	0.566539
122	PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk	LMPI	2000	0	36.55914	0.06	0.107874	0.027919	0.54635
123	PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk	LMPI	2001	0	58.06452	0.05	0.06655	0.011930	0.928466
124	PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk	LMPI	2002	0	22.22222	0.04	0.039693	0.015262	0.957389
125	PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk	LMPI	2003	0	31.57895	0.04	0.0445	0.039576	0.956158
126	PT Langgeng Makmur Plastik Industry Tbk	LMPI	2004	0	51.85185	0.03	0.073722	(0.003516)	0.930485
127	PT Lapindo International Tbk	LAPD	2001	0	4.081633	0.47	5.400061	0.103316	0.053424
128	PT Lapindo International Tbk	LAPD	2002	0	3.141361	0.45	3.544142	(0.079376)	0.077743
129	PT Lapindo International Tbk	LAPD	2003	0	5.128205	0.45	2.665314	0.016673	0.116465
130	PT Lapindo International Tbk	LAPD	2004	0	4.494382	0.45	2.906217	(0.075729)	0.122923
131	PT Summiplast Interbenua Tbk	SMPL	2002	0	2.597403	1.89	1.070241	0.004380	0.217858
132	PT Summiplast Interbenua Tbk	SMPL	2003	0	22.95082	0.6	0.668855	0.017291	0.35803
133	PT Summiplast Interbenua Tbk	SMPL	2004	2.08	6.25	0.6	0.718448	0.098498	0.289626
134	PT Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	2001	0.02	11.76471	9.58	0.64302	0.125801	0.380163
135	PT Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	2002	0	3.389831	9.58	1.090328	(0.299686)	0.106033
136	PT Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	2003	0.03	40	9.58	0.870813	0.009680	0.060406
137	PT Betonjaya Manunggal Tbk	BTON	2004	0	24.7191	9.58	1.24873	0.095552	0.122435
138	PT Citra Tubindo Tbk	CTBN	2000	0	1.036269	0.52	5.276011	0.034336	0.015342
139	PT Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk	JKSW	2000	0	14.28571	1.33	0.03385	(0.001009)	0.985066
140	PT Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk	JKSW	2001	0	18.18182	1.33	0.012557	0.000273	0.992813
141	PT Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk	JKSW	2002	0	28.57143	1.33	0.004172	(0.018339)	0.997469
142	PT Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk	JKSW	2003	0	22.22222	1.33	0.015916	(0.008663)	0.991327
143	PT Jakarta Kyoei Steel Works Limited Tbk	JKSW	2004	0	8	1.33	0.031561	0.011695	0.985411
144	PT Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	2000	0	38.80597	15.33	0.335206	(0.097665)	0.528623
145	PT Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	2001	0	42.10526	15.53	0.144317	(0.310495)	0.74938

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
146	PT Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	2002	0	36.36364	2.2	0.152668	0.107501	0.735267
147	PT Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	2003	0	3.870968	2.2	0.517341	0.022153	0.326686
148	PT Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	2004	0	2.739726	2.2	0.549468	0.108957	0.447185
149	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	2000	0	82.35294	25.78	0.145217	0.150052	0.817435
150	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	2002	7.14	8.219178	25.78	0.096444	0.002353	0.867304
151	PT Lionmesh Prima Tbk	LMSH	2003	4.55	16.66667	25.78	0.154571	0.109651	0.709611
152	PT Lion Metal Works Tbk	LION	2000	32.7	16.66667	0.18	0.285596	0.146774	0.411578
153	PT Lion Metal Works Tbk	LION	2001	10	8	0.18	0.312464	0.033966	0.314474
154	PT Lion Metal Works Tbk	LION	2002	9.33	6.451613	0.18	0.360842	0.118221	0.22997
155	PT Lion Metal Works Tbk	LION	2003	10.59	6.060606	0.18	0.369278	0.096834	0.235036
156	PT Lion Metal Works Tbk	LION	2004	5.88	23.72881	0.18	0.602501	0.042562	0.175315
157	PT Tira Austenite Tbk	TIRA	2001	0	23.33333	0.89	1.493084	(0.219542)	0.261997
158	Kedaung Indah Can Tbk	KICI	2000	11.9	10	4.6	0.274824	0.098285	0.313353
159	Kedaung Indah Can Tbk	KICI	2001	0	19.71831	4.6	0.190812	0.050599	0.415777
160	Kedaung Indah Can Tbk	KICI	2003	0.1	26.50602	4.6	0.154944	(0.029923)	0.570269
161	Kedaung Indah Can Tbk	KICI	2004	0	2.247191	4.6	0.157875	(0.076866)	0.626926
162	PT Arwana Citramulia Tbk	ARNA	2001	0.06	12.5	17.27	0.215535	0.066781	0.539122
163	PT Arwana Citramulia Tbk	ARNA	2002	0.05	5.128205	10.46	0.357954	0.078091	0.507734
164	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk	IKAI	2000	0	1.709402	7.06	0.097968	0.017893	0.70401
165	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk	IKAI	2001	0	3.076923	7.06	0.060627	0.007211	0.792694
166	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk	IKAI	2002	0	4.878049	5.33	0.055351	0.026101	0.862985
167	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk	IKAI	2003	0	4.878049	5.33	0.060465	0.078035	0.856802
168	PT Intikeramik Alamasri Industri Tbk	IKAI	2004	0	3.921569	5.34	0.071208	(0.001962)	0.872444
169	PT Sumi Indo Kabel Tbk	IKBI	2002	0	42.85714	0.09	0.245771	0.067128	0.458606
170	PT Metrodata Electonics Tbk	MTDL	2001	9.17	4.255319	0.41	0.44837	(0.003767)	0.459937
171	PT Metrodata Electonics Tbk	MTDL	2002	0	4.444444	0.41	0.507441	(0.282241)	0.367129
172	PT Metrodata Electonics Tbk	MTDL	2003	0	5.714286	0.41	0.407587	0.115707	0.416052
173	PT Metrodata Electonics Tbk	MTDL	2004	0	5.714286	0.41	0.281266	0.002517	0.620292
174	PT Astra International Tbk	ASII	2001	0	1.290323	0.02	0.04649	0.121616	0.91987

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
175	PT Astra International Tbk	ASII	2002	0	0.790514	0.01	0.313821	0.158206	0.55259
176	PT Astra International Tbk	ASII	2004	2.81	0.519481	0.09	0.993	0.081222	0.296516
177	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	2000	0	1.398601	0.24	0.076402	0.044721	0.924322
178	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	2001	0	3.773585	0.23	0.028235	0.059091	0.971315
179	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	2002	0	2.197802	0.23	0.058558	0.044940	0.876691
180	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	2003	0	4.444444	0.23	0.142868	0.046293	0.609438
181	PT Gajah Tunggal Tbk	GJTL	2004	0	3.921569	0.17	0.32459	0.093207	0.4898
182	PT Hexindo Adiperkasa Tbk	HEXA	2001	0.26	7.142857	0.14	0.206748	0.028577	0.761536
183	PT Hexindo Adiperkasa Tbk	HEXA	2002	0.2	3.821656	0.21	0.103904	(0.002653)	0.821634
184	PT Indomobil Sukses International Tbk	IMAS	2001	0	14.81481	0.03	0.24959	(0.021133)	0.767029
185	PT Indomobil Sukses International Tbk	IMAS	2002	0	3.773585	0.03	0.281385	(0.257949)	0.669409
186	PT Indomobil Sukses International Tbk	IMAS	2003	0	7.058824	0.03	0.35418	(0.219259)	0.54694
187	PT Indomobil Sukses International Tbk	IMAS	2004	0	21.53846	0.03	0.261441	0.080730	0.640771
188	PT Intraco Penta Tbk	INTA	2002	0	46.15385	3.3	0.062531	0.040499	0.857039
189	PT Intraco Penta Tbk	INTA	2003	0	6.666667	3.3	0.083971	0.015154	0.896127
190	PT Intraco Penta Tbk	INTA	2004	0.02	4.878049	3.3	0.118108	0.007559	0.945
191	PT Multi Prima Sejahtera Tbk	LPIN	2000	0	57.14286	4.7	0.389538	(0.109880)	0.62398
192	PT Nipress Tbk	NIPS	2000	0	60.24096	12.4	0.285999	(0.016832)	0.481594
193	PT Nipress Tbk	NIPS	2001	0	25	12.4	0.095501	0.067052	0.750342
194	PT Nipress Tbk	NIPS	2002	0	41.26984	12.4	0.037625	0.253540	0.898584
195	PT Nipress Tbk	NIPS	2003	0	5.263158	12.4	0.114159	0.123220	0.675178
196	PT Nipress Tbk	NIPS	2004	0	12.2449	12.4	0.126618	0.084549	0.730753
197	PT Prima Alloy Steel Tbk	PRAS	2001	0	27.36842	10.5	0.038791	0.093028	0.94594
198	PT Prima Alloy Steel Tbk	PRAS	2003	0.03	8.695652	6.43	0.096125	0.055712	0.827387
199	PT Prima Alloy Steel Tbk	PRAS	2004	0	3.076923	6.43	0.214531	0.116451	0.727786
200	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2001	7.06	32.25806	1.91	0.826	0.184249	0.117989
201	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2002	55.96	5.309735	1.91	3.223551	0.206642	0.029096
202	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2003	12.72	1.869159	1.9	0.542282	0.092125	0.206046
203	PT Selamat Sempurna Tbk	SMSM	2004	0	10.71429	1.9	0.580903	0.075366	0.455115

NO	NAMA PERUSAHAAN	KODE	TAHUN	DIVYLD	SPREAD	INSOWN	MTOB	CFTOB	FinLev
204	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	2002	5.61	1.769912	0.7	0.355735	0.115584	0.534972
205	PT Tunas Ridean Tbk	TURI	2003	4	1.652893	0.7	0.280825	(0.110551)	0.440979
206	PT Inter Delta Tbk	INTD	2000	0	18.18182	5.04	0.087378	(0.002738)	0.950444
207	PT Inter Delta Tbk	INTD	2001	0	14.28571	5.04	0.137608	0.175597	0.928969
208	PT Inter Delta Tbk	INTD	2004	0	15.38462	5.64	0.11109	0.155735	0.943952
209	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk	KONI	2002	0	5.504587	5.58	0.603851	(0.088898)	0.486381
210	PT Perdana Bangun Pusaka Tbk	KONI	2003	0	12.38938	5.58	0.322272	(0.040486)	0.639444
211	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	2003	0.01	2.352941	0.97	1.099321	0.230198	0.281473
212	PT Kimia Farma Tbk	KAEF	2004	0.02	5	0.42	0.832189	0.054852	0.252898
213	PT Pyridam Farma Tbk	PYFA	2001	0	1.526718	22.99	2.210904	0.050099	0.061127
214	PT Pyridam Farma Tbk	PYFA	2002	0	9.52381	23.08	1.566286	0.064444	0.063397
215	PT Pyridam Farma Tbk	PYFA	2003	0	6.451613	23.08	0.725387	0.048164	0.128583
216	PT Pyridam Farma Tbk	PYFA	2004	0	8	23.08	0.406645	0.064433	0.217401