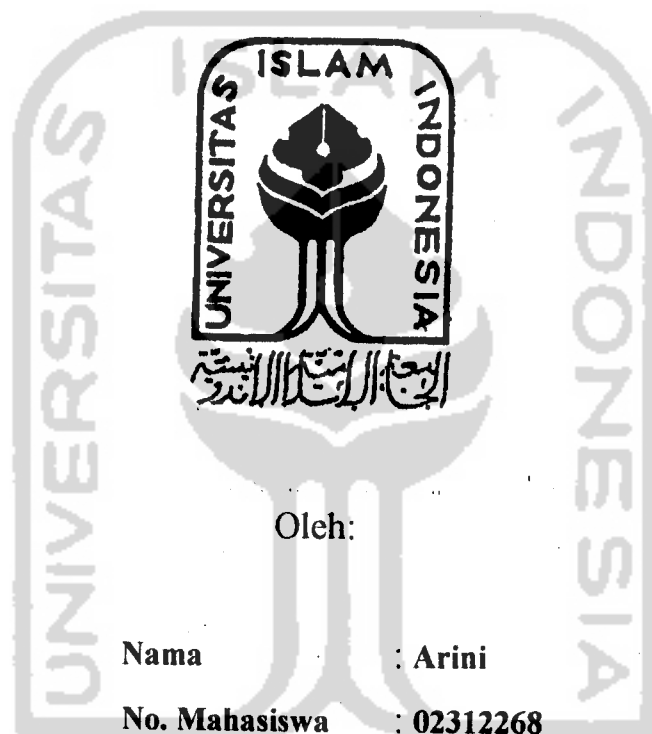


KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN

DIVIDEN: ANALISIS PERSAMAAN SIMULTAN

SKRIPSI



Oleh:

Nama : Arini

No. Mahasiswa : 02312268

JURUSAN AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2006

KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN

DIVIDEN: ANALISIS PERSAMAAAN SIMULTAN

SKRIPSI

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk mencapai

derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi UII

Oleh:

Nama : Arini

No. Mahasiswa : 02312268

JURUSAN AKUNTANSI

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

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 sepengetahuan 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 sesuai peraturan yang berlaku.

Yogyakarta,2006

Penyusun

(ARINI)

KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG DAN KEBIJAKAN

DIVIDEN: ANALISIS PERSAMAAN SIMULTAN



Oleh:

Nama : Arini

No. Mahasiswa : 02312268

Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada Tanggal.....

Dosen Pembimbing,

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Noor Endah Cahyawati', is written over the printed name.

(Noor Endah Cahyawati, Dra, M.Si)

BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI

SKRIPSI BERJUDUL

Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen:

Analisis Persamaan Simultan

Disusun Oleh: ARINI
Nomor mahasiswa: 02312268

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**
Pada tanggal : 30 Agustus 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Noor Endah Cahyawati, M.Si

Penguji : Drs. Arief Bachtiar, MSA, Ak

[Handwritten signature]

Mengetahui
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Islam Indonesia



[Handwritten signature]
Drs. Asmai Ishak, M.Bus, Ph.D



Karya Ini Ku Persembahkan Untuk;
Kedua Orang Tuaku 'Papa & Mama'
My lovely Sisters 'm Ba Wati & Arina'
Kekasihku 'Aa Farhan'

MOTO

".....Boleh jadi kamu membenci sesuatu padahal ia amat baik bagimu, dan boleh jadi pula kamu menyukai sesuatu, padahal ia amat buruk bagimu, Allah Maha Mengetahui sedang kamu tidak mengetahui"

(Al – Baqarah, 216)

"Bila Allah menolongmu, tidak ada yang akan mengalahkanmu. Sebaliknya kalau Allah meninggalkanmu, siapa yang akan menolongmu selain Dia. Maka, kepada Allahlah para mukmin harus bertawakal"

(Ali Imran, 160)

KATA PENGANTAR

Assalamu'allaikum. Wr. Wb.

Alhamdulillah. Puji syukur kehadiran Allah SWT atas rahmat karunia-Nya, sehingga penyusun dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan”**.

Skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi syarat memperoleh gelar sarjana Ekonomi jenjang S1 di Fakultas Ekonomi jurusan Akuntansi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.

Tulisan ini dapat terselesaikan atas dukungan banyak pihak. Untuk itu ucapan terimakasih penyusun tujukan kepada:

1. Bapak Drs, Asmai Ishak, M.Bus., PhD, selaku Dekan FE UII.
2. Ibu Noor Endah Cahyawati, Dra, M.Si, selaku pembimbing. Terimakasih atas kesabaran dan pengertian selama membimbing.
3. Seluruh dosen yang telah memberikan ilmunya.
4. Seluruh staff UII yang membantu saya dalam pelayanan selama menjalani perkuliahan.
5. Pak Gun yang banyak membantu dalam menghadapi birokrasi kampus.
Makasih ya pak.....!!!!
6. Kedua orang tua yang tiada henti berdo'a dan selalu mendukung setiap langkah yang ku lakukan.

7. Mba' Wati sebagai orang yang selalu mengkritikku. He... he..he... *Love u Mba*
8. Saudari kembarku Arina yang selalu sabar menghadapi watak dan sikapku.
Akhirnya bisa juga gua lulus...
9. Kekasihku Aa Farhan yang selalu ada di sampingku saat aku membutuhkan
seseorang untuk berbagi suka dan duka. *Tengkyu ya cayank....*
10. Dede yang selalu membuat sodaraku tetap tersenyum...
11. Yunet, "teman yang penuh misteri" ih Ngeri.....(*Just kidding lho '-'*)
12. Say, tempat curhat segala masalah di dunai ini. Tetep Semangat!!!!
13. Iin n Anas, temen yang asik kalo diajak jalan kemana-mana. Besok kita
kemana lagi ya???
14. Cuya, teman yang menginspirasi judul skripsiku... Thanx Banget ya...
15. Teman-teman senasib dan seperjuangan: Titi, Ratih, Puput. "Semoga
perjuangan kita tidak sia-sia."
16. Big Family dari Klaten yang memberikan bekal-bekal dalam kehidupan,
siMbok, Mbah Kakung, Mbah Noto sekeluarga.
17. Tante Endang, Tante Dewi, Om Sigit, Le Dodo n Bule Noer, Le Sitti, Le
Darsih, Le Menik n Le Sarito. *Thanks for your support.....!!!*
18. Adik2ku yang lucu-lucu, Adhon, Dhika, Tyas, Wahyu, Tito, si kembar Kholil
Kholis, Agung, Eka n Encha, Fani n Andri, Krisna n Yona.
19. Anak-anak komunitas pringwulung 452 dari taon 2002 ampe sekarang, yang
menjadi tetangga slama merantau di jogja. Bu Wasti, Bu Senen n Yeni, yang
selalu menyediakan makanan siap di antar ke kamar.

Penyusun menyadari bahwa skripsi ini masih ada kekurangan dan jauh dari sempurna. Untuk itu saran dan kritik yang bersifat membangun akan diterima dengan senang hati. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat dan menjadi sumbangan pemikiran bagi para pembaca.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb.



Yogyakarta,2006

Penyusun
(ARINI)

DAFTAR ISI

	Hal
Halaman Judul.....	i
Halaman Pernyataan Bebas Plagiarisme.....	ii
Halaman Pengesahan.....	iii
Halaman Persembahan.....	v
Moto.....	v
Kata Pengantar.....	vi
Daftar Isi.....	ix
Daftar Tabel.....	xii
Daftar Lampiran.....	xiii
Abstraksi.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Batasan Masalah.....	6
1.4 Tujuan Penelitian.....	7
1.5 Manfaat Penelitian.....	9
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Teori Keagenan.....	8
2.2 Struktur Kepemilikan.....	13
2.3 Kebijakan Utang.....	14
2.4 Kebijakan Dividen.....	17
2.5 Penelitian Terdahulu.....	21
2.6 Pengembangan Hipotesis.....	26
2.6.1 Hipotesis Kepemilikan Manajerial	26
2.6.2 Hipotesis Kebijakan Utang.....	28

2.6.3 Hipotesis Kebijakan Dividen.....	30
--	----

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel Penelitian.....	33
3.2. Data dan Sumber Data.....	36
3.3. Variabel Penelitian.....	36
3.4. Perumusan Model Penelitian.....	39
3.5. Metode Analisis Data.....	40
3.5.1 Uji Asumsi Klasik.....	40
3.5.1.1 Pengujian Multikolinieritas.....	40
3.5.1.2 Pengujian Heteroskedastisitas.....	41
3.5.1.3 Pengujian Autokorelasi.....	42
3.6 Uji Hipotesis.....	
3.6.1 Uji Parsial (t).....	44
3.6.2 Uji F.....	45
3.6.3 Koefisien Determinasi.....	45

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1. Analisis Deskriptif.....	46
4.2. Pengujian Asumsi Klasik.....	28
4.3.1. Uji Multikolinieritas.....	48
4.3.2 Uji Autokorelasi.....	50
4.3.3. Uji Heteroskedastisitas.....	52
4.3. Uji Hipotesis.....	54
4.3.1 Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	54
4.3.1.1 Analisis Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	54
4.3.1.2 Pengujian Hipotesis 1.....	56
4.3.1.3 Pengujian Hipotesis 2.....	56
4.3.1.4 Pengujian Hipotesis 3.....	57

4.3.1.5 Pengujian Hipotesis 4.....	58
4.3.1.6 Pengujian Hipotesis 5.....	58
4.3.1.7 Koefisien Determinasi Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	60
4.3.2 Persamaan Kebijakan Utang.....	60
4.3.2.1 Analisis Persamaan Kebijakan Utang.....	60
4.3.2.2 Pengujian Hipotesis 6.....	62
4.3.2.3 Pengujian Hipotesis 7.....	63
4.3.2.4 Pengujian Hipotesis 8.....	63
4.3.2.5 Pengujian Hipotesis 9.....	64
4.3.2.6 Pengujian Hipotesis 10.....	64
4.3.2.7 Koefisien Determinasi Persamaan Kebijakan Utang.....	66
4.3.3 Persamaan Kebijakan Dividen.....	66
4.3.3.1 Analisis Persamaan Kebijakan Dividen.....	66
4.3.3.2 Pengujian Hipotesis 11.....	68
4.3.3.3 Pengujian Hipotesis 12.....	68
4.3.3.4 Pengujian Hipotesis 13.....	69
4.3.3.5 Pengujian Hipotesis 14.....	70
4.3.3.6 Pengujian Hipotesis 15.....	70
4.3.3.7 Koefisien Determinasi Persamaan Kebijakan Dividen.....	72
BAB V KESIMPULAN DAN SARAN.....	73
5.1 Kesimpulan.....	73
5.2 Keterbatasan.....	78
5.3 Saran	78
DAFTAR PUSTAKA.....	80

DAFTAR TABEL

Tabel	Hal
3.1. Pemilihan Sampel Penelitian.....	34
3.2. Nama Sampel Perusahaan.....	35
3.3. Identifikasi Model Persamaan Simultan.....	40
4.1. Statistik Deskriptif.....	47
4.2. Deskripsi Hasil Uji Multikolinearitas.....	49
4.3. Deskripsi Hasil Uji Autokorelasi	51
4.4. Deskripsi Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	53
4.5. Hasil Regresi Kepemilikan Manajerial	55
4.6. Hasil Regresi Uji F Kepemilikan Manajerial	59
4.7. Hasil Regresi Kebijakan Utang.....	60
4.8. Hasil Regresi Kebijakan Utang Setelah Penyembuhan Dengan Metode <i>white</i> ..	61
4.9. Hasil Regresi Uji F Kebijakan Utang.....	65
4.10. Hasil Regresi Kebijakan Dividen	67
4.11. Hasil Regresi Uji F Kebijakan Dividen	71

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Hal
1. Data Mentah.....	82
2. Data Olah.....	85
3. Statistik Deskriptif.....	88
4. Hasil Uji Multikolinieritas.....	89
4.1 Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	89
4.2 Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan Kebijakan Utang.....	89
4.3 Hasil Uji Multikolinieritas Persamaan Kebijakan Dividen.....	89
5. Hasil Uji Autokorelasi	90
5.1 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	91
5.2 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kebijakan Utang.....	92
5.3 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kebijakan Dividen.....	93
6. Deskripsi Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	94
6.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kepemilikan Manajerial.....	91
6.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kebijakan Utang.....	92
6.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kebijakan Dividen.....	93
7. Hasil Regresi	94
7.1 Hasil Regresi Persamaan Kepemilikan Manajerial	95
7.2 Hasil Regresi Kebijakan Utang.....	96
7.3 Hasil Regresi Kebijakan Utang Setelah Penyembuhan Dengan Metode <i>white</i>	97
7.4 Hasil Regresi Kebijakan Dividen.....	98

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen secara simultan. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2000-2004. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel ini adalah *purposive sampling*, dalam penelitian ini diperoleh sebanyak 90 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*), kepemilikan institusional (*institutional ownership*), ukuran perusahaan, *dividen payout ratio*, *profitability*, *debt to equity ratio* dan *price book value*. Alat analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis 2SLS (*Two stage least square*). Adapun teknik analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan program *E views 3*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kecilnya nilai *Adjusted R²* menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain selain variabel independen yang mempengaruhi persamaan kepemilikan manajerial, persamaan kebijakan utang dan kebijakan dividen.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih *principal* (pemilik) menggunakan orang lain atau *agent* (manajer) untuk menjalankan aktifitas perusahaan. Agar mewujudkan kontrak kerja yang dimaksudkan, *principal* menyediakan fasilitas dan dana untuk menjalankan perusahaan. Di lain pihak, *agent* sebagai pengelola perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanahkan oleh *principal*, yaitu meningkatkan kemakmuran *principal* melalui peningkatan nilai perusahaan. Untuk kepentingan tersebut, *principal* akan memperoleh hasil berupa pembagian laba, sedangkan *agent* akan memperoleh gaji, bonus dan berbagai kompensasi lainnya (Belkaoui, 2001).

Masalah keagenan potensial terjadi karena pemisahan antara pengambil keputusan yaitu manajer dengan penanggung risiko yaitu pemilik saham. Para pengambil keputusan relatif tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemilik saham. Akibatnya, manajemen sebagai pengambil keputusan dalam perusahaan yang tidak menanggung risiko atas kesalahannya cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan

berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan mengenai kebijakan perusahaan baik kebijakan utang maupun kebijakan dividen (Faisal, 2000).

Perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer sehingga manajer juga menanggung risiko atas kesalahan dalam pengambilan keputusan.

Kepemilikan saham oleh manajer mempunyai peranan penting dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi berusaha mengurangi utang pada level aman untuk menghindari risiko kebangkrutan sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham (Wahidahwati, 2003).

Pembagian dividen yang besar kepada pemegang saham menyebabkan *internal cash flow* di perusahaan berkurang, sedangkan manajer berharap agar investasi di masa yang akan datang berasal dari sumber internal karena manajer memiliki tanggung jawab untuk mengembangkan perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar dividen dianggap manajer dapat menghambat pertumbuhan perusahaan sehingga mengurangi minat manajer untuk meningkatkan kepemilikan saham pada perusahaan

Peningkatan kepemilikan saham oleh manajer memaksa manajer menanggung risiko kesalahan pengambilan keputusan kebijakan utang, sehingga membuat mereka semakin berhati-hati dalam menentukan utang. Perusahaan yang membagikan dividen

lebih besar meningkatkan minat investor untuk menanamkan saham di perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan membiayai investasinya menggunakan dana yang berasal dari pemilik (investor), dan pada akhirnya dapat menurunkan penggunaan utang.

Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi membiayai investasinya menggunakan pendanaan dari aliran kas internal. Dalam kondisi ini, pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya digunakan untuk membayar dividen beralih untuk membiayai investasi untuk menurunkan risiko kebangkrutan (Mahadwartha, 2002).

Pembayaran dividen mencegah manajemen melakukan tindakan oportunistik karena *internal cash flow* akan digunakan untuk membayar dividen. Semakin luas struktur kepemilikan perusahaan, mendorong perusahaan membagikan dividen lebih besar untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Sebaliknya perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terpusat pada beberapa individu, cenderung membagikan dividen yang kecil karena kemungkinan konflik keagenan relatif kecil.

Beberapa peneliti telah menganalisis hubungan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen, Ismiyanti dan Hanafi (2003) meneliti hubungan antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen. Penelitiannya menggunakan sampel sebanyak 136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan periode penelitian tahun 1998-2001. Hasil penelitiannya menunjukkan kebijakan utang berhubungan positif dan

signifikan terhadap kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional berhubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Dividen berhubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial berhubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan utang. Utang dan kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang serta kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak menemukan adanya hubungan non-linier antara risiko, kepemilikan manajerial, kebijakan utang serta kebijakan dividen.

Wahidahwati (2003) meneliti hubungan antara kepemilikan manajerial, risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen secara simultan. Penelitiannya menggunakan sampel sebanyak 103 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan periode penelitian tahun 1993-1996. Hasil penelitiannya menemukan bahwa kebijakan utang, dividen dan kepemilikan institusional berhubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial berhubungan negatif dan signifikan terhadap tingkat utang. Kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap dividen. Penelitian ini tidak menemukan hubungan non-linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian-penelitian pendahulu mengenai hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen mendorong peneliti mereplikasi penelitian Wahidahwati (2003) dengan menguji kembali hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen

menggunakan model persamaan simultan. Berbeda dengan penelitian Wahidahwati (2003) penelitian ini tidak menggunakan variabel risiko, karena variabel ini di beberapa penelitian ditemukan tidak berhubungan secara signifikan dengan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen.

Berdasarkan latar belakang diatas, penelitian ini mengambil judul **Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan.**

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan penjelasan di atas, rumusan masalah penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
2. Apakah kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
4. Apakah nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial
5. Apakah kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial
6. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

7. Apakah kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang
8. Apakah nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
9. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
10. Apakah kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang
11. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
12. Apakah kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
13. Apakah tingkat profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
14. Apakah nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
15. Apakah kepemilikan manajerial, kebijakan utang, nilai perusahaan dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen

1.3. Batasan Masalah

Batasan masalah pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini hanya dilihat dari besarnya prosentase *manajerial ownership* (MOWN).
2. Kebijakan utang dalam penelitian ini hanya dilihat dari besarnya *debt to equity ratio* (DER)
3. Kebijakan dividen dalam penelitian ini hanya dilihat dari besarnya *dividen payout ratio* (DPR)

4. Kepemilikan manajerial hanya dipengaruhi oleh variabel *debt to equity ratio* (DER), *dividen payout ratio* (DPR), *institutional ownership* (INST), dan *price book value* (PBV).
5. Kebijakan utang (DER) hanya dipengaruhi oleh variabel kepemilikan manajerial (MOWN), *dividen payout ratio* (DPR), *size* dan *price book value* (PBV).
6. Kebijakan hanya dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial (MOWN), *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), dan *price book value* (PBV).

1.4. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah:

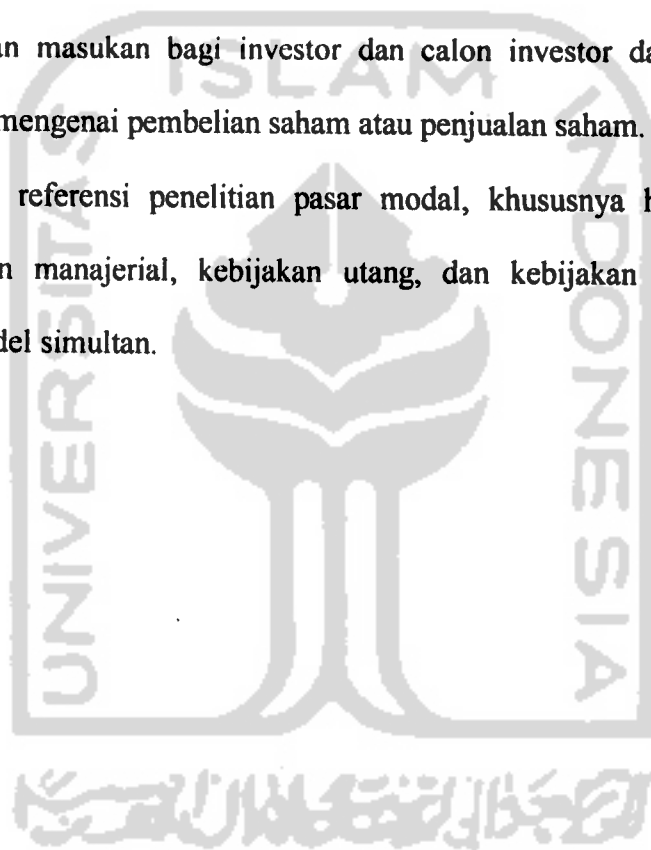
1. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
2. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
3. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial
4. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial
5. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial

6. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang
7. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang
8. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
9. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang
10. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang
11. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
12. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
13. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa tingkat profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
14. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
15. Untuk menunjukkan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas dan nilai perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen

1.5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Memberikan masukan bagi manajemen perusahaan, untuk membantu mengurangi konflik keagenan dan untuk pengambilan keputusan mengenai kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen.
2. Memberikan masukan bagi investor dan calon investor dalam mengambil keputusan mengenai pembelian saham atau penjualan saham.
3. Menambah referensi penelitian pasar modal, khususnya hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen dengan sebuah model simultan.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Teori keagenan

Teori keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara pemegang saham dan pengelolaan suatu perusahaan yang dapat menimbulkan masalah keagenan. Masalah agensi berakar pada konflik kepentingan, dimana manajer dan pemilik memiliki intensif yang berbeda. Konflik tersebut dapat disebabkan oleh adanya hubungan keagenan antara *principal* (pemegang saham) dan agen (manajer) dimana kepentingan principal dan agen tidak selalu sama. Dengan menyadari kemungkinan adanya masalah, manajemen bertindak independen untuk mengurangi konflik kepentingan tersebut.

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemilik atau pemegang saham melalui keputusan pendanaan (struktur modal perusahaan). Manajer mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Masalah agensi berakar pada konflik kepentingan, dimana manajer dan pemilik memiliki intensif yang berbeda. Penyatuan kepentingan pihak-pihak ini seringkali menimbulkan masalah yang disebut dengan *agency problem* yang nantinya akan menimbulkan *agency cost* (biaya agensi). *Agency cost* merupakan biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara *stockholders* dan *bondholders* (Belkaoui, 2001).

Konflik keagenan juga dapat disebabkan perbedaan yang terjadi ketika pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan memperoleh kembalian atau *return* yang tinggi sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko lebih rendah untuk melindungi posisinya. Dengan demikian, menurut teori keagenan para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan kebijakan perusahaan baik kebijakan utang maupun kebijakan dividen (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Keown, 2000).

Terdapat beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* (Arifin, 2005: 65-66) yaitu;

1. Mekanisme kontrol dengan monitoring

Salah satu cara mengurangi biaya agensi yaitu dengan meningkatkan kepemilikan institusional yang dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Salah satu mekanisme pengawasan eksternal adalah dengan mengaktifkan monitoring melalui *investor institusional*. Kepemilikan institusional ini meliputi kepemilikan perusahaan investasi baik perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga lain. Adanya kepemilikan saham oleh institusi berfungsi sebagai monitoring *agent* meningkatkan pengawasan dari pihak luar yang mengendalikan perilaku oportunistik manajemen. Sehingga kepemilikan institusional merupakan mekanisme yang sangat efektif untuk mengurangi biaya keagenan.

2. Mekanisme kontrol peningkatan kepemilikan saham oleh manajerial

Dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer maka manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan demikian manajer akan semakin berhati-hati dalam mengambil keputusan sehingga akan menurunkan biaya keagenan.

3. Mekanisme kontrol bonding (upaya menahan diri) dengan meningkatkan *dividen payout ratio*.

Peningkatan *dividen payout ratio* menyebabkan tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membayar investasinya sehingga perusahaan sering dimonitor oleh investor baru. Maka pembayaran dividen secara tidak langsung menghasilkan monitor yang lebih ketat pada kegiatan investasi manajemen. Kebijakan dividen perusahaan dapat dianggap oleh pemilik sebagai alat untuk meminimalkan biaya agensi.

4. Mekanisme kontrol melalui peningkatan utang

Peningkatan pendanaan melalui utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen (Jensen and Meckling, 1976). Semakin tinggi utang maka perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi

kewajiban dari penggunaan utang. Penambahan utang dalam struktur modal mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas.

2.2 Struktur Kepemilikan

Jensen dan Meckling (1976) dalam Arifin (2005) menyatakan teori struktur kepemilikan yang mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan dengan nilai perusahaan. Struktur kepemilikan di Indonesia di karakteristik dengan kepemilikan oleh pemegang saham. Pengendalian yang besar dalam perusahaan memberikan kontrol melalui pengambilan keputusan mengenai kebijakan pendanaan utang dan pembayaran dividen.

Struktur kepemilikan menurut Faisal (2000) dapat dibagi menjadi beberapa kategori, yaitu:

1. Kepemilikan Institusional (*institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan perusahaan oleh institusi baik perusahaan asuransi maupun kepemilikan lembaga lain. Kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme pengawasan eksternal. Kepemilikan institusional dapat mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen

2. Kepemilikan Manajerial (*Manajerial Ownership*)

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajer. Dengan peningkatan kepemilikan saham oleh manajer maka manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil

dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah, kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen Meckling, 1976).

2.3 Kebijakan Utang (Teori Struktur Modal)

Menurut Arifin (2005), struktur modal merupakan komposisi utang dan ekuitas pada suatu perusahaan. Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dapat berasal dari dua sumber yaitu *internal financing* dan *external financing*. *Internal financing* yaitu pemenuhan kebutuhan dana yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan. Dana tersebut adalah dana yang berasal dari laba ditahan. Sedangkan pengertian *external financing* adalah pemenuhan kebutuhan dana dengan dana yang berasal dari luar perusahaan. Dana tersebut berasal dari pemilik perusahaan atau dari hasil penjualan saham (*equity financing*), atau dana yang berasal dari hasil penjualan obligasi, kredit dari supplier, kredit dari bank dan lain-lain (Martono dan Harjito, 2001: 239)

Apabila suatu perusahaan memenuhi kebutuhan dananya mengutamakan dengan sumber dari dalam perusahaan, maka sangat mengurangi ketergantungan kepada pihak luar. Sedangkan apabila kebutuhan dana sudah demikian meningkat dan dana yang tersedia tidak mencukupi, maka digunakan dana yang berasal dari luar perusahaan yaitu dalam bentuk utang.

Teori mengenai kebijakan utang dibagi menjadi tiga kategori (Arifin, 2005)

yaitu:

1. *Trade off Theory*

Temuan model *trade off* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevance* Modigliani dan Miller. Model *trade off* merupakan model yang sangat konsisten dengan upaya mencari struktur modal optimal agar nilai perusahaan dapat dimaksimumkan. *Trade off* model memprediksikan perusahaan akan memilih utang sebagai sumber dana dengan catatan manfaat dari tambahan utang masih lebih besar dibandingkan dengan kerugiannya. Dengan demikian, menurut teori *trade off* perusahaan yang lebih tinggi profitabilitasnya merupakan perusahaan yang sudah mengoptimalkan porsi utangnya.

2. *Pecking Order Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myers (1984) dan merupakan penantang utama dari *trade off* model. *Pecking order theory* dibangun berdasar asumsi dan temuan empiris tentang perilaku keuangan perusahaan. Asumsi yang berkaitan dengan pendanaan antara lain yaitu:

- a. Perusahaan lebih menyukai sumber dana internal (laba ditahan dan depresiasi) dibandingkan dengan sumber dana eksternal (hutang dan ekuitas)
- b. Jika harus memakai sumber dana eksternal maka perusahaan akan memilih sekuritas teraman.

- c. Ketika kebutuhan dana eksternal cukup besar maka perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas menurut urutan; utang yang paling aman, kemudian utang yang berisiko tinggi, *convertible securities*, *preffered stock*, dan terakhir saham biasa.

3. *Signaling Model of Financial structure*

Teori ini disusun berdasarkan asumsi adanya *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham. Karena adanya *asymmetric information* maka manajer berusaha membuat sinyal kepada investor. Dalam struktur modal, sinyal yang diberikan adalah berupa dipakainya porsi utang yang lebih besar dalam perusahaan. Hanya perusahaan yang benar-benar kuat yang berani menanggung risiko mengalami kesulitan keuangan ketika porsi utang perusahaan relatif tinggi. Maka porsi utang yang tinggi dipakai manajer sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki kinerja yang handal. Investor akan menilai perusahaan yang lebih tinggi porsi utangnya dengan harga yang lebih mahal dibandingkan dengan perusahaan yang rendah porsi utangnya.

2.4 Kebijakan Dividen

Menurut Brigham dan Houston (1999), dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan atau *earning* antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan perusahaan sebagai laba ditahan atau *retained earning* untuk investasi di masa yang akan datang. Terdapat dua tujuan yang saling berlawanan di dalam suatu perusahaan yaitu bahwa di satu pihak setiap perusahaan selalu menginginkan pertumbuhan bagi perusahaan tersebut. Sedangkan di lain pihak perusahaan juga harus dapat membayar dividen kepada para pemegang saham.

Apabila jumlah dividen yang dibagikan semakin besar, maka semakin sedikit bagian laba yang ditahan. Sehingga sebagai akibatnya adalah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan. Lain halnya jika perusahaan menginginkan sebagian besar pendapatannya tetap ditahan di dalam perusahaan, maka bagian dari pendapatan yang akan digunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham menjadi semakin kecil. Sejumlah tertentu dari pendapatan yang digunakan untuk membayar dividen disebut *Dividend Payout Ratio*. Kebijakan dividen yang optimal suatu perusahaan adalah kebijakan yang merupakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga dapat memaksimalkan laba.

Terdapat tiga teori mengenai kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (MM) (Brigham dan Houston, 1999: 66) yaitu:

1. *Dividen Irrelevance Theory*

Dividen irrelevance menjelaskan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Pendapat MM juga menyatakan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham ataupun biaya modal. Pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan perusahaan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham, maka perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian, kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan harga saham baru.

2. *Bird In The Hand Theory*

Pandangan MM untuk teori ini yaitu menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi. MM menyatakan bahwa biaya modal turun jika pembayaran dividen naik. Hal ini membuat pemodal lebih yakin akan menerima pembayaran dividen daripada *capital gain* yang dihasilkan dari *retained earning*. Dividen yang diberikan oleh emiten jelas akan diterima oleh pemodal jika emiten memperoleh laba, sehingga investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*.

3. *Tax Differential Theory*

Teori ini menyatakan bahwa dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta keuntungan yang lebih tinggi. Sehingga disarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividen payout ratio* lebih rendah atau bahkan tidak membayar dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimumkan nilai perusahaan.

Dari ketiga pendekatan itu memberikan kesimpulan yang bertentangan sehingga tidak dapat ditarik kesimpulan teori mana yang memberikan definisi paling benar. Untuk menganalisis teori apa yang paling mendukung untuk mengambil keputusan yang akan diambil, muncul tiga teori yang mendukung pola kebijakan dividen (Arifin, 2005) yaitu:

1. *Pecking Order Theory*

Teori *Pecking Order Theory* yang berkaitan dengan dividen yaitu berdasarkan asumsi bahwa kebijakan dividen perusahaan yang bersifat 'sticky' (tidak gampang naik maupun turun). Manajer selalu berusaha menjaga agar dividen per lembar saham tidak berubah meskipun terjadi fluktuasi yang bersifat temporer pada laba perusahaan. Perilaku ini pertama kali dicatat oleh Lintner (1956).

2. *Signaling Theory*

Model *signaling* dibangun sebagai upaya memaksimumkan nilai perusahaan lewat pembayaran dividen dengan asumsi ada *asymmetric*

information antara manajer dan pemegang saham. Untuk mengurangi *asymmetric information* maka perusahaan berusaha menyampaikan informasi kepada pemegang saham melalui sinyal (*signal*). Dividen merupakan suatu informasi yang memenuhi criteria sebagai sinyal tersebut.

Tindakan perusahaan memberikan sinyal pembayaran dividen sesungguhnya sebuah tindakan penghamburan (*burning money*), namun perusahaan yang bagus prospeknya akan dapat menutup biaya sinyal ini di kemudian hari karena dapat menjual saham baru dengan harga saham baru dengan harga yang lebih tinggi sedangkan perusahaan yang prospeknya tidak bagus maka tidak dapat melakukan hal tersebut.

3. *Agency Theory*

Model ini berasumsi bahwa pembayaran dividen didorong oleh upaya untuk mengurangi masalah agensi yang muncul karena di perusahaan ada pemisahan pemilik dan manajer. Masalah agensi akan semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah sedangkan jumlah *free cash flow*-nya tinggi. Jika kondisi demikian maka manajer cenderung membelanjakan *free cash flow* (dengan dalih investasi) tersebut dan bukannya membagikan kepada pemegang saham. Dengan pembayaran dividen maka *free cash flow* yang beredar di perusahaan semakin berkurang, sehingga akan mengurangi biaya agensi.

2.5. Penelitian Terdahulu

Moh'd, et al (1998) menganalisis "*The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A time Series – Cross Sectional Analysis*", menggunakan 12 faktor yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan. Faktor-faktor tersebut terdiri atas struktur kepemilikan, (*ownership structure*) yang meliputi *percent insiders ownership*, *shareholders dispersion* dan *percent institutional investors*, dan beberapa faktor lainnya yang mempengaruhi rasio hutang perusahaan, yaitu *dividend payments*, *firm growth*, *firm size*, *asset structure*, *asset risk*, *firm profitability*, *tax rate*, *non-debt tax shield* dan *uniqueness of the firm*. Penelitian ini menggunakan sample sebanyak 311 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada *CDRP Dally Master Fike* dan *Value Line Instrument Survey* pada periode 1972 sampai dengan 1989. Data peneliti diperoleh dari *Compustat Industrial File*. Melalui pengujian secara terpisah dengan menggunakan analisis *time series*, analisis *cross sectional* dan analisis *time series cross sectional*, penelitian ini menemukan struktur kepemilikan dan beberapa variabel control yang lain memiliki pengaruh yang signifikan secara bersama-sama terhadap rasio hutang perusahaan. Pengujian secara parsial menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh secara signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Faktor-faktor *dividend payments*, *firm growth*, *asset risk (intrinsic business risk)*, *firm profitability* dan *uniqueness of the firm* berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan rasio hutang. Sedangkan faktor-faktor *firm size*, *asset structure*, *asset risk (operating leverage risk)*, *tax rate* dan *non-debt tax shield* mempunyai pengaruh yang signifikan dan berhubungan positif dengan rasio hutang.

Penelitian ini juga menemukan bahwa tingkat signifikansi *institutional investor* (0.0001) lebih kecil daripada *insider ownership* (0.0020), sehingga membuktikan bahwa *institutional investors* paling efektif dalam melakukan monitoring terhadap perilaku manajer dan perusahaan cenderung menurunkan tingkat hutangnya, selain itu meningkatkan *insiders ownership* juga dapat mengurangi peran hutang dalam mengurangi konflik keagenan.

Faisal (2000) meneliti “Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta “ pada periode 1991 sampai 1996, penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian Moh’d (1998). Hasil penelitian menunjukkan bahwa diantara variabel struktur kepemilikan hanya *institutional investors* yang berpengaruh signifikan dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*, sedangkan *insider ownership* berhubungan negatif dengan *debt ratio* namun tidak signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa *investor institusional* dapat menggantikan peran hutang untuk mengurangi *agency cost*.

Wahidahwati (2001) menganalisis “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Prespektif Teori Agensi”, penelitian ini mereplikasi penelitian Moh’d (1998). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *managerial ownership* berhubungan negatif dan signifikan terhadap *debt ratio* sehingga *managerial ownership* merupakan faktor terpenting yang mempengaruhi *debt ratio*. Sedangkan *institutional ownership* berhubungan negatif dan mempunyai pengaruh yang tidak signifikan dengan *debt ratio*.

Faisal (2005) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap biaya keagenan yang diukur dengan menggunakan ukuran *asset utilization* dan *operating expense* membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme peningkatan *asset turnover* dan pengurangan beban operasi. Tetapi ukuran dewan direksi dapat dijadikan variabel yang mempengaruhi biaya keagenan.

Banyak penelitian yang menggunakan persamaan simultan antara lain Wahidahwati (2002) yang menganalisis “Kepemilikan Manajerial dan *Agency Conflict*: Analisis Persamaan simultan non-linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (*Risk Taking*), kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen”. Hasil penelitiannya menunjukkan tidak terdapat hubungan non-linier antara kepemilikan manajerial dengan resiko. Hasil penelitiannya menemukan bahwa kebijakan utang berhubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, dividen berhubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berhubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial berhubungan negatif terhadap tingkat utang. Kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif terhadap dividen. Pada penelitian Wahidahwati (2003) tidak menemukan hubungan non-linier antara kepemilikan manajerial dengan resiko.

Penelitian lainnya yaitu Mahadwarta dan Hartono (2002) meneliti uji teori keagenan dalam hubungan interdependensi antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan sample perusahaan manufaktur dengan periode

penelitian yaitu tahun 1990-2000. Variabel kontrol yang digunakan pada penelitian ini adalah *size*, *curent asset* dan *investment opportunity cost*. Penelitian ini menemukan hubungan interdependensi *leverage* dan dividen adalah positif. Hasil ini membuktikan bahwa semakin tinggi dividen maka perusahaan cenderung akan menggunakan *leverage* untuk membiayai investasinya karena aliran kas internalnya digunakan untuk membayar dividen.

Ismiyanti dan Hanafi (2003) menganalisis “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan”. Hasil penelitiannya menunjukkan utang berhubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, serta kepemilikan institusional berhubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Dividen berhubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial berhubungan positif dan signifikan terhadap utang. Utang dan kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif. Penelitian ini menemukan adanya hubungan interdependensi antara kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang serta kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Wahidahwati (2002) yaitu tidak menemukan adanya hubungan non-linier antara risiko, kepemilikan manajerial, kebijakan utang serta kebijakan dividen.

Fuad (2005) dengan judul “simultanitas dan “*trade-off*” pengambilan keputusan finansial dalam mengurangi konflik agensi: peran dari *corporate ownership*”, Hasil penelitian menunjukkan bahwa: 1) *leverage* secara negatif mempengaruhi kepemilikan insider dan institusional. 2) kepemilikan *insider* dan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*. Hal tersebut memberikan argumen bahwa terdapat asumsi substitusi antara hutang, kepemilikan insider dan institusional dalam mengurangi biaya agensi. 3) *Dividend payout* yang dimiliki perusahaan juga berpengaruh secara negatif terhadap kepemilikan institusional, dan juga sebaliknya. Hal tersebut sesuai dengan asumsi teori agensi dimana *shareholder* lebih menyukai perusahaan yang memiliki rasio *dividend payout* yang rendah karena dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Sedangkan pada penelitian ini menyatakan *dividend payout* tidak mempengaruhi hutang ataupun kepemilikan manajerial.

2.6. Pengembangan Hipotesis

2.6.1. Hipotesis Kepemilikan Manajerial

Variabel-variabel yang mempengaruhi kepemilikan manajerial terdiri dari DER, DPR, INST dan PBV.

2.6.1.1 Hubungan Kebijakan Utang Dengan Kepemilikan Manajerial

Tingkat hutang akan menurun jika tingkat investasi manajerial (kepemilikan oleh manajer) meningkat. Semakin tinggi tingkat utang maka menyebabkan risiko kebangkrutan perusahaan semakin tinggi sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

2.6.1.2 Hubungan Kebijakan Dividen Dengan Kepemilikan Manajerial

Pembayaran dividen adalah bagian dari monitoring perusahaan. Pembagian dividen yang besar kepada pemegang saham menyebabkan *internal cash flow* di perusahaan berkurang, sedangkan manajer berharap agar investasi di masa yang akan datang berasal dari sumber internal karena manajer memiliki tanggung jawab untuk mengembangkan perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar dividen dianggap manajer menghambat pertumbuhan perusahaan dengan demikian akan mengurangi minat manajer untuk meningkatkan kepemilikan saham pada perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₂: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

2.6.1.3 Hubungan *Institutional Ownership* Dengan Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan oleh investor institutional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain mendorong pengawasan yang optimal. Kepemilikan saham oleh instusi (*institutional investors*) merupakan *monitoring agent* penting yang berperan efektif dan konsisten dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusi, semakin meningkatkan pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan saham di perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₃: *Institutional ownership* berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

2.6.1.4 Hubungan Nilai Perusahaan Dengan Kepemilikan Manajerial

Semakin tinggi nilai perusahaan menyebabkan keengganan manajer melepas saham yang dimiliki pada perusahaan, karena semakin tinggi nilai perusahaan akan memberikan sinyal positif di masa yang akan datang. Sebaliknya semakin rendah nilai perusahaan akan memberikan sinyal negatif pada perusahaan dan akan mengurangi minat manjer untuk menambah kepemilikan saham pada perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₄: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial

Ha₅: Kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial

2.6.2. Hipotesis Kebijakan Utang

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan utang (DER) terdiri dari MOWN, DPR, PBV dan SIZE.

2.6.2.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial Dengan Kebijakan utang

Manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik sehingga akan meningkatkan risiko kebangkrutan. Dengan demikian semakin besar kepemilikan saham oleh manajer memaksa manajer menanggung risiko kesalahan pengambilan keputusan kebijakan utang, sehingga membuat mereka semakin berhati-hati dalam menentukan utang. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₆: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

2.6.2.2 Hubungan Kebijakan Dividen Dengan Kebijakan Utang

Semakin besar dividen yang dibagikan semakin besar minat investor yang tertarik untuk menanamkan saham di perusahaan, karena dividen dianggap memberikan sinyal positif. Dengan demikian perusahaan akan membiayai investasinya menggunakan dana yang berasal dari pemilik (investor), sehingga dapat

menurunkan penggunaan utang. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₇: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

2.6.2.3 Hubungan Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang

Perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi dapat dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi akan membutuhkan banyak dana dari luar untuk membiayai investasinya. Oleh karena itu, semakin tinggi nilai perusahaan manajemen cenderung mempunyai tingkat utang yang lebih besar. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₈: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

2.6.2.3 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan Kebijakan Utang

Semakin berkembangnya perusahaan maka membutuhkan dana yang semakin besar. Perusahaan besar biasanya dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal. Kemudahan untuk mengakses ke pasar modal berarti perusahaan memiliki fleksibilitas dan kemudahan untuk mendapatkan dana dari luar. Sehingga semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula tingkat utang yang dibutuhkan perusahaan. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₉: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

Ha₁₀: Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang

2.6.3. Hipotesis Kebijakan Dividen

Variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen terdiri dari MOWN, DER, ROE dan PBV.

2.4.3.1 Hubungan Kepemilikan Manajerial Dengan Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen mencegah manajemen melakukan tindakan oportunistik karena *internal cash flow* akan digunakan untuk membayar dividen. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar, cenderung membagikan dividen yang kecil karena kemungkinan konflik keagenan relatif kecil. Sebaliknya semakin kecil struktur kepemilikan manajerial, mendorong perusahaan membagikan dividen lebih besar untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.6.3.2 Hubungan kebijakan utang Dengan Kebijakan Dividen

Kebijakan utang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menggunakan seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Semakin besar proporsi utang yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kewajiban membayar beban bunga dan utang perusahaan. Untuk membayar kewajiban tersebut maka perusahaan akan menurunkan

dividen yang dibagikan dan menggunakan *earning* yang diperoleh untuk membayar kewajiban beban bunga dan utang perusahaan. Dengan demikian perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi akan membayar dividen lebih rendah. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁₂: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.6.3.3 Hubungan Profitabilitas Dengan Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi *internal cash flow* perusahaan, sehingga semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Sebaliknya, Semakin rendah profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah *internal cash flow* perusahaan, sehingga semakin rendah kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁₃: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2.6.3.4 Hubungan Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen

Nilai perusahaan yang tinggi akan merangsang kenaikan pembayaran dividen karena pembayaran dividen memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, sebaliknya penurunan pembayaran dividen memberikan sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang buruk. Oleh karena itu semakin tinggi nilai

perusahaan, perusahaan cenderung memiliki sinyal baik dengan meningkatkan dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut maka diperoleh hipotesis alternatif sebagai berikut:

Ha₁₄: Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Ha₁₅: Kepemilikan manajerial, kebijakan utang, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen



BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi adalah suatu kesatuan individu atau subjek pada wilayah dan waktu dengan kualitas tertentu yang akan diteliti. Populasi penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang mempublikasikan laporan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2000-2004. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel ini adalah purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria tertentu, kriteria yang dimaksud adalah sebagai berikut;

1. Perusahaan memiliki data struktur kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris (*managerial ownership*) dan kepemilikan saham oleh institusi (*institutional ownership*).
2. Memiliki data keuangan *total asset*, *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *return on equity*, *total equity* dan *price book value*.

Berikut disajikan tabel penyampelan yang digunakan dalam penelitian ini:

Tabel 3.1
Pemilihan Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah Perusahaan
- Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2000-2004	150
- Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki data kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional tahun 2000-2004	(114)
- Perusahaan yang datanya tidak lengkap	(18)
Jumlah sampel yang digunakan	18

Tabel 3.1 diatas menjelaskan bahwa dari populasi perusahaan yang terdaftar di BEJ yang memenuhi karakteristik penyampelan sebanyak 18 perusahaan.

Penelitian ini menggunakan metode penggabungan data atau *pooling data*. *Pooling data* ini dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode penelitian. Keunggulan pengumpulan data secara *pooling* adalah kemungkinan diperolehnya jumlah sample yang lebih besar, karena jumlah sample yang lebih besar akan meningkatkan *power of test* penelitian. Dalam penelitian ini diperoleh sebanyak 90 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sample.

Daftar lengkap perusahaan yang termasuk sebagai sampel adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2
Nama perusahaan yang dipilih sebagai sampel

1	PT Asiaplast Industries Tbk.
2	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.
3	PT Budi Acid Jaya Tbk.
4	PT Branta Mulia Tbk.
5	PT Cahaya Kalbar Tbk.
6	PT. Gudang Garam Tbk
7	PT Jaya Pari Steel Tbk.
8	PT Karwell Indonesia Tbk.
9	PT. Kedaung Indah Can Tbk
10	PT Langgeng Makmur Plastic Ind
11	PT. Lautan Luas Tbk
12	PT. Lionmesh Prima Tbk
13	PT. Lion Metal Works Tbk
14	PT Nipress Tbk.
15	PT Prima Alloy Steel Tbk.
16	PT Siantar Top Tbk.
17	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.
18	PT Tira Austenite Tbk.

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*

3.2. Data dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder yang meliputi laporan keuangan yang telah dipublikasikan yang diambil dari *Indonesian Capital Modal Directory* (ICMD) tahun 2001-2005. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*), kepemilikan institusional (*institutional ownership*), total aktiva (*total asset*), total hutang (*total debt*), *dividen payout ratio*, *total equity* dan *price book value*.

3.3. Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Pada penelitian ini kepemilikan manajerial diukur dengan prosentase saham yang dimiliki direktur dan komisaris. Variabel ini diberi simbol MOWN.

2. Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan manajemen atas besarnya utang yang digunakan untuk membiayai investasi. Pada penelitian ini kebijakan utang diukur oleh *debt to equity ratio* (DER) yaitu rasio *total debt* dibagi *total equity*. DER memperlihatkan rasio perusahaan yang didanai dari utang terhadap pendanaan

ekuitas. Variabel kebijakan utang diberi simbol DER, secara matematis DER diformulasikan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholder's equity}}$$

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan atas besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Kebijakan dividen pada penelitian ini didefinisikan sebagai *dividen payout ratio* (DPR) yaitu rasio besarnya *dividen pershare* dengan *earning pershare*. Secara matematis DPR diformulasikan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend pershare}}{\text{Earning pershare}}$$

4. Kepemilikan Institusioanal

Institutional Ownership merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh *investor institutional* seperti LSM, pemerintah maupun perusahaan swasta. Pada penelitian ini kepemilikan Institusioanal diberi simbol INST.

5. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan pada penelitian ini diukur dari *price book value* yaitu rasio total ekuitas dengan jumlah lembar saham yang beredar. Variabel nilai perusahaan diberi simbol PBV. Secara matematis *Price Book Value* diformulasikan sebagai berikut:

$$PBV = \frac{\text{Total Ekuitas}}{\text{Jumlah Lembar Saham yang Beredar}}$$

6. Profitabilitas

Profitabilitas memperlihatkan besarnya laba bersih yang dihasilkan untuk setiap ekuitas. Pada penelitian ini profitabilitas diukur oleh *Return on equity* (ROE). ROE didefinisikan sebagai rasio *earning after tax* dengan total ekuitas. Secara matematis ROE diformulasikan sebagai berikut:

$$ROE = \frac{\text{Earning after tax}}{\text{Shareholder's equity}}$$

7. Firm Size

Firm Size merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini pengukuran terhadap ukuran perusahaan diproksikan sebagai logaritma total asset perusahaan pada akhir tahun. Ukuran perusahaan diberi simbol SIZE. Secara matematis SIZE diformulasikan sebagai berikut:

$$SIZE = \text{Natural Log Of Asset}$$

3.4. Perumusan Model Penelitian

Untuk menguji hipotesis penelitian digunakan model persamaan *two stage least square* (2SLS). Untuk menguji hipotesis akan digunakan model persamaan simultan penelitian sebagai berikut:

1. $MOWN = f \{DER, DPR, INST, PBV\}$
2. $DER = f \{MOWN, DPR, PBV, SIZE\}$
3. $DPR = f \{MOWN, DER, ROE, PBV\}$

Gujarati (1995) menyatakan bahwa untuk melihat apakah model ini dapat ditaksir atau tidak, pendekatan yang dilakukan adalah kondisi order. Gujarati menyatakan lebih lanjut bahwa metode 2SLS dapat digunakan pada system persamaan jika memiliki kondisi *exactly identified* atau *over identified*. Kondisi ini ditentukan oleh rumus $K - k \geq m - 1$

Dimana:

K = jumlah dari total variabel dalam model (variabel endogen dan eksogen)

k = jumlah variabel endogen dan eksogen yang terdapat dalam persamaan

m = jumlah total persamaan

Hasil identifikasi model persamaan simultan penelitian adalah sebagai berikut:

Tabel 3.3
Identifikasi Model Persamaan Simultan

Variabel eksogen	K-k	m-1	$K-k \geq m-1$	identifikasi
MOWN	7-5	3-1	$2 \geq 2$	<i>Exactly identified</i>
DER	7-5	3-1	$2 \geq 2$	<i>Exactly identified</i>
DPR	7-5	3-1	$2 \geq 2$	<i>Exactly identified</i>

Tabel 3.3 menunjukkan bahwa persamaan MOWN, DER, DPR *exactly identified*. Dengan demikian, kondisi order yang cocok untuk penelitian ini adalah analisis 2SLS (*Two stage least square*). Adapun teknik analisis dalam penelitian ini dilakukan dengan program *E views 3*.

3.5 Metode Analisis Data

3.5.1 Uji Asumsi Klasik Regresi

Untuk memperoleh koefisien regresi yang tidak bias, model regresi berganda harus memenuhi asumsi – asumsi klasik berikut ini: tidak ada multikolinearitas, tidak ada gejala heteroskedastisitas dan tidak ada autokorelasi (Gujarati, 1995).

3.5.1.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah keadaan dimana salah satu atau lebih variabel independen dapat dinyatakan sebagai kombinasi linier dari variabel independen lainnya. Pengujian multikolinearitas dapat dilakukan dengan menguji koefisien

korelasi (r) antar variabel independen. Sebagai aturan main yang kasar (*rule of thumb*), jika koefisien korelasi cukup tinggi katakanlah diatas 0,85 maka diduga terjadi multikolinearitas dalam model. Sebaliknya jika koefisien korelasi relatif rendah maka diduga tidak terjadi multikolinearitas dalam model (Widarjono, 2005).

3.5.1.2 Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas terjadi apabila variabel gangguan tidak mempunyai varians yang sama untuk semua observasi. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan menggunakan metode White.

Hipotesis yang digunakan dalam uji White adalah sebagai berikut:

H_0 = tidak ada heteroskedastisitas

H_a = ada heteroskedastisitas

Dengan menggunakan tingkat signifikan (α) sebesar 5% dan menggunakan distribusi Chi-Square (X^2), maka (Widarjono, 2005):

Jika X^2 hitung $> X^2$ kritis, berarti H_0 ditolak

Jika X^2 hitung $< X^2$ kritis, berarti H_0 gagal ditolak

Untuk memutuskan dalam model terjadi heteroskedastisitas maka digunakan nilai probabilitas *Chi-Square* yang merupakan nilai probabilitas uji White, yaitu :

Jika nilai probabilitas *Chi-Square* $< \alpha$, berarti H_0 ditolak

Jika nilai probabilitas *Chi-Square* $> \alpha$, berarti H_0 gagal ditolak

Nilai X^2 hitung diperoleh mengalikan jumlah sampel (n) dengan R^2 . *Degree of freedom* (df) tidak termasuk dalam konstanta dalam regresi auxiliary (Widarjono, 2005).

3.5.1.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah keadaan dimana variabel gangguan pada periode tertentu berkorelasi dengan variabel gangguan pada periode lain, dengan kata lain variabel gangguan tidak random. Faktor – faktor yang menyebabkan autokorelasi antara lain: kesalahan dalam menentukan model, penggunaan lag pada model, dan tidak memasukkan variabel yang penting. Akibat dari adanya autokorelasi adalah parameter yang diestimasi menjadi bias dan variannya tidak minimum sehingga tidak efisien. Untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi ini dapat dilakukan dengan menggunakan metode Bruesch – Godfrey atau lebih dikenal dengan uji *Lagrange Multiplier* (LM) (Widarjono, 2005). Hipotesis yang digunakan dalam uji adalah sebagai berikut :

H_0 = tidak ada autokorelasi

H_a = ada autokorelasi

Dengan menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% dan menggunakan distribusi *Chi-Square* (X^2), maka

Jika nilai X^2 hitung $> X^2$ kritis, berarti H_0 ditolak

Jika nilai X^2 hitung $< X^2$ kritis, berarti H_0 gagal ditolak

Untuk memutuskan apakah dalam model terjadi autokorelasi maka digunakan nilai probabilitas *Chi-Square* yang merupakan nilai probabilitas uji *Lagrange Multiplier* (LM), yaitu :

Jika probabilitas *Chi-Square* $< \alpha$, berarti H_0 ditolak

Jika probabilitas *Chi-Square* $> \alpha$, berarti H_0 gagal ditolak

Nilai X^2 dihitung dengan mengurangi jumlah sampel (n) dengan kelambanan (ρ) kemudian dikalikan dengan R^2 . Untuk memilih panjangnya kelambanan digunakan kriteria yang dikemukakan oleh Aikake dan Schwarz (Widarjono, 2005).

3.6 Uji Hipotesis

Dalam melakukan uji hipotesis, langkah pertama yang dilakukan adalah menghitung besarnya masing-masing variabel independen dari setiap perusahaan. Setelah data variabel dependen dan independen tersedia, dilakukan uji asumsi klasik pada persamaan kepemilikan manajerial, persamaan kebijakan utang dan kebijakan dividen untuk melihat apakah data layak untuk regresi.

Dalam memutuskan apakah hipotesis ditolak atau tidak maka dilakukan uji t dan uji F , dan untuk melihat seberapa besar seluruh variabel independen mempengaruhi variabel dependen digunakan koefisien determinasi (R^2). Berikut ini adalah penjelasan dari ketiga uji tersebut yaitu:

3.6.1 Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji keberartian koefisien regresi dan untuk menguji hipotesis secara parsial variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen dalam regresi. Adapun pengujian hipotesis penelitian ini, didasarkan pada:

- a. Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis alternatif 1, 2, 3, 4 adalah:

$$\text{MOWN} = C + b1 (\text{DER}) + b2 (\text{DPR}) + b3 (\text{INST}) + b4 (\text{PBV}) + e$$

- b. Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis alternatif 6, 7, 8, 9 adalah:

$$\text{DER} = C + b1 (\text{MOWN}) + b2 (\text{DPR}) + b3 (\text{PBV}) + b4 (\text{SIZE}) + e$$

- c. Persamaan yang digunakan untuk menguji hipotesis alternatif 11,12,13,14 adalah:

$$\text{DPR} = C + b1 (\text{MOWN}) + b2 (\text{DER}) + b3 (\text{ROE}) + b4 (\text{PBV}) + e$$

Untuk memutuskan apakah hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini dapat diterima maka digunakan nilai probabilitas t dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, maka (Widarjono, 2005):

Jika probabilitas $t < \alpha$, berarti H_0 ditolak

Jika probabilitas $t > \alpha$, berarti H_0 gagal ditolak

3.6.2. Uji Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah secara bersama-sama variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen dalam regresi. Uji F ini digunakan untuk menguji hipotesis alternatif 5, 10, dan 15.

Untuk memutuskan apakah hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini dapat diterima maka digunakan nilai probabilitas F dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, maka (Widarjono, 2005) :

Jika probabilitas $F < \alpha$, berarti H_0 ditolak

Jika probabilitas $F > \alpha$, berarti H_0 gagal ditolak

3.6.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Nilai koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk menunjukkan seberapa besar pengaruh variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan variasi total variabel dependen.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan disajikan data yang telah diperoleh selama pelaksanaan penelitian. Sebagaimana telah diuraikan pada bab sebelumnya, populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang memiliki data kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *dividen payout ratio*, total asset, *debt to equity ratio* dan *price book value* dengan periode penelitian tahun 2000-2004. Penentuan sampel penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yang dapat dilihat pada tabel 3.1 (halaman 34). Total sampel penelitian sebanyak 90 perusahaan yang memenuhi kriteria selama 5 tahun.

4.1 Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakter sampel yang digunakan di dalam penelitian. Dari statistik deskriptif ini dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, rata-rata, median, maksimum, minimum, dan standar deviasi masing-masing variabel penelitian. Berikut ini hasil analisis deskriptif sampel penelitian:

TABEL 4.1
Statistik Deskriptif

	MOWN	DER	DPR	INST	SIZE	PBV	ROE
Mean	0.071553	4.455889	0.065034	0.625497	12.76983	1.494333	0.055160
Median	0.046000	1.010000	0.000000	0.655000	12.59192	0.730000	0.088550
Maximum	0.257800	117.7000	0.796700	0.972800	16.84038	17.34000	1.440800
Minimum	0.000300	0.150000	0.000000	0.209900	10.43890	0.140000	-3.165900
Std. Dev.	0.076479	13.31891	0.146492	0.172679	1.300443	2.348456	0.459424
Skewness	1.034980	7.189744	2.581434	-0.289789	1.038410	4.282098	-3.857154
Kurtosis	2.860691	59.96542	10.15185	2.736798	4.781947	25.95229	29.79535
Jarque-Bera	16.14052	12944.36	291.7655	1.519449	28.08194	2250.575	2915.629
Probability	0.000313	0.000000	0.000000	0.467795	0.000001	0.000000	0.000000

Tabel 4.1 menunjukkan rata-rata kepemilikan manajerial (MOWN) adalah 0.071553, nilai maksimum sebesar 0.257800, nilai minimum sebesar 0.000300 dan standar deviasinya adalah 0.076479. Rata-rata utang (DER) adalah 4.455889, nilai maksimum sebesar 117.7000, nilai minimum sebesar 0.150000 dan standar deviasinya adalah 13.31891. Rata-rata dividen (DPR) adalah 0.065034, nilai maksimum sebesar 0.796700, nilai minimum sebesar 0.000000 dan standar deviasinya adalah 0.146492. Rata-rata kepemilikan institusional (INST) adalah 0.625497, nilai maksimum sebesar 0.972800, nilai minimum sebesar 0.209900 dan standar deviasinya adalah 0.172679. Rata-rata ukuran perusahaan (SIZE) adalah 12.76983, nilai maksimum sebesar 16.84038, nilai minimum sebesar 10.43890 dan standar deviasinya adalah 1.300443. Rata-rata PBV adalah 1.494333, nilai maksimum

sebesar 17.34000, nilai minimum sebesar 0.140000 dan standar deviasinya adalah 2.348456. Rata-rata profitabilitas (ROE) adalah 0.055160, nilai maksimum sebesar 1.440800, nilai minimum sebesar -3.857154 dan standar deviasinya adalah 0.459424.

Pengujian terhadap gejala normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah residualnya terdistribusi secara normal. Cara pengujiannya dengan menggunakan pengujian Jarque-Berra atau yang lebih sering disebut J-B test. Tabel diatas juga menunjukkan besarnya nilai probabilitas uji Jarque – Bera (J-B), yaitu untuk MOWN sebesar 0.000313, untuk DER sebesar 0.000000, untuk DPR sebesar 0.000000, untuk INST sebesar 0.467795, untuk SIZE sebesar 0.000001, untuk PBV sebesar 0.000000, untuk ROE sebesar 0.000000. Dari hasil uji JB tersebut dapat diketahui bahwa variabel INST berdistribusi normal karena nilai probabilitasnya lebih besar dari 0,05. Sedangkan variabel MOWN, DER, DPR, SIZE, PBV dan ROE tidak terdistribusi normal karena nilai probabilitasnya kurang dari 0,05. Namun demikian uji normalitas dalam penelitian ini diabaikan karena sampel yang digunakan lebih besar dari 30 (Gujarati, 1995).

4.2 Pengujian Asumsi Klasik

4.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinearitas digunakan untuk mengidentifikasi adanya hubungan antar variabel independen. Multikolinearitas terjadi apabila ada hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen dalam persamaan regresi. Adanya multikolinearitas akan mengakibatkan ketidaktepatan estimasi sehingga mengarahkan

kesimpulan yang menerima hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisiensi regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitif terhadap perubahan data.

Uji multikolinieritas dilakukan dengan menggunakan korelasi matriks. Multikolinieritas tidak terjadi dalam model apabila koefisien korelasi relatif rendah di bawah nilai 0.85 (+/-) (Agus Widarjono, 2005). Pada tabel 4.2 disajikan hasil uji multikolinearitas persamaan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen sebagai berikut :

Tabel 4.2
Deskripsi Hasil Uji Multikolinearitas

A. Persamaan Kepemilikan Manajerial					
	MOWN	DER	DPR	INST	PBV
MOWN	1.000.000	-0.094999	-0.190340	-0.525593	-0.259422
DER	-0.094999	1.000.000	-0.125302	0.046245	0.334635
DPR	-0.190340	-0.125302	1.000.000	0.016787	-0.084413
INST	-0.525593	0.046245	0.016787	1.000.000	0.105570
PBV	-0.259422	0.334635	-0.084413	0.105570	1.000.000
B. Persamaan Kebijakan Utang					
	DER	MOWN	DPR	PBV	SIZE
DER	1.000.000	-0.094999	-0.125302	0.334635	0.032989
MOWN	-0.094999	1.000.000	-0.190340	-0.259422	-0.321492
DPR	-0.125302	-0.190340	1.000.000	-0.084413	0.202007
PBV	0.334635	-0.259422	-0.084413	1.000.000	0.026170
SIZE	0.032989	-0.321492	0.202007	0.026170	1.000.000
C. Persamaan Kebijakan Dividen					
	DPR	MOWN	DER	ROE	SIZE
DPR	1.000.000	-0.176915	-0.122374	0.073281	0.361692
MOWN	-0.176915	1.000.000	-0.094999	0.207275	-0.321492
DER	-0.122374	-0.094999	1.000.000	-0.204783	0.032989
ROE	0.073281	0.207275	-0.204783	1.000.000	-0.036945
SIZE	0.361692	-0.321492	0.032989	-0.036945	1.000.000

Table 4.2 menunjukkan deskripsi Uji multikolinearitas persamaan kepemilikan manjerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen dengan metode korelasi matriks. Hasil uji multikolinearitas kepemilikan manjerial menunjukkan nilai koefisien korelasi relatif rendah yaitu di bawah nilai 0.85 (+/-), sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan kepemilikan manajerial terbebas dari masalah multikolinieritas. Hasil uji multikolinearitas kebijakan utang menunjukkan nilai koefisien korelasi relatif rendah yaitu di bawah nilai 0.85 (+/-), sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan kebijakan utang terbebas dari masalah multikolinieritas. Hasil uji multikolinearitas kebijakan dividen menunjukkan nilai koefisien korelasi relatif rendah yaitu di bawah nilai 0.85 (+/-), sehingga dapat disimpulkan bahwa model persamaan kebijakan dividen terbebas dari masalah multikolinieritas.

4.2.2 Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data *time series*. Apabila terjadi gejala autokorelasi maka estimator *least square* masih bias dan menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995). Pengujian autokorelasi menggunakan metode Breusch-Godfrey Serial Corellation *Lagrange multiplier* (LM) Test. Autokorelasi tidak terjadi apabila nilai probabilitas lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (Agus Widarjono, 2005). Hasil uji autokorelasi pada penelitian

ini dapat dilihat pada lampiran 5 halaman 90-92. Adapun secara ringkas hasil uji LM adalah sebagai berikut:

Tabel 4.3
Uji Autokorelasi dengan Metode *Lagrange multiplier* (LM) Test

A. Persamaan Kepemilikan Manajerial			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	2.218.656	Probability	0.115166
Obs*R-squared	4.567.365	Probability	0.101908
B. Persamaan Kebijakan Utang			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.333466	Probability	0.717391
Obs*R-squared	0.717416	Probability	0.698578
C. Persamaan Kebijakan Dividen			
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	0.745598	Probability	0.477601
Obs*R-squared	1.588.421	Probability	0.451938

Table 4.3 menunjukkan hasil uji autokorelasi persamaan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen. Uji LM pada persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.115166 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengandung masalah autokorelasi. Uji LM pada persamaan kebijakan utang

Tabel 4.4
Uji Heteroskedastisitas dengan Metode White

A. Persamaan Kepemilikan Manajerial			
White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	0.864599	Probability	0.549744
Obs*R-squared	7.080.688	Probability	0.527953
B. Persamaan Kebijakan Utang			
White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	2.879.829	Probability	0.007139
Obs*R-squared	1.992.987	Probability	0.010605
C. Persamaan Kebijakan Dividen			
White Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	1.481.034	Probability	0.177035
Obs*R-squared	1.148.481	Probability	0.175713

Tabel 4.4 menunjukkan hasil uji White pada persamaan kepemilikan manajerial, kebijakan utang dan kebijakan dividen. Pada uji *white* persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan nilai probabilitasnya sebesar 0.549744 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengandung masalah heteroskedastisitas. Sedangkan uji *white* persamaan kebijakan utang menunjukkan nilai probabilitasnya sebesar 0.001739 lebih rendah dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model mengandung masalah heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah heteroskedastisitas pada persamaan kebijakan utang maka pada saat melakukan regresi akan diantisipasi terlebih dahulu agar terbebas

menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.717391 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengandung masalah autokorelasi. Uji LM pada persamaan kebijakan dividen menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.477601 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengandung masalah autokorelasi.

4.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas diperlukan untuk mengetahui apakah varian tiap unsur pengganggu dalam keadaan konstan. Jika dalam keadaan tidak konstan atau heteroskedastisitas maka pada distribusi t dan F tidak bisa dipercaya untuk evaluasi hasil regresi. Uji heteroskedastisitas yang digunakan adalah metode white Heteroskedastisitas. Heteroskedastisitas tidak terjadi apabila nilai probabilitas lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (Agus Widarjono, 2005). Hasil uji heteroskedastisitas pada penelitian ini dapat dilihat pada lampiran 6 halaman 93-95. Adapun secara ringkas hasil uji *white* adalah sebagai berikut:

dari masalah heteroskedastisitas (lihat lampiran 7 halaman 97). Pada uji *white* persamaan kebijakan dividen menunjukkan nilai probabilitas sebesar 0.177035 lebih besar dari $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan tidak mengandung masalah heteroskedastisitas.

4.3. Uji Hipotesis

4.3.1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

4.3.1.1 Analisis Persamaan Kepemilikan Manajerial

Hasil pengujian regresi berganda persamaan kepemilikan manajerial dapat dilihat pada lampiran 7 halaman 96, adapun secara ringkas hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 4.5. Persamaan regresi berganda yang digunakan pada persamaan kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

$$\text{MOWN} = C + b_1 (\text{DER}) + b_2 (\text{DPR}) + b_3 (\text{INST}) + b_4 (\text{PBV}) + e$$

Berdasarkan tabel 4.5 dapat dilihat probabilitas uji t masing-masing variabel DER, DPR, INST, PBV terhadap variabel MOWN yang dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan hipotesis yang diajukan diterima atau gagal ditolak.

TABEL 4.5
Hasil Regresi Kepemilikan manajerial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.227626	0.025168	9.044417	0.0000
DER	-0.000145	0.000532	-0.273213	0.7854
DPR	-0.106158	0.045765	-2.319649	0.0228
INST	-0.220677	0.038698	-5.702613	0.0000
PBV	-0.007018	0.003019	-2.325069	0.0225

Hasil regresi tersebut dapat dituliskan dalam bentuk persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{MOWN} = 0.227626 - 0.0000145 (\text{DER}) - 0.106158 (\text{DPR}) - 0.220667 (\text{INST}) - 0.007018 (\text{PBV}) + e$$

Hasil regresi berganda diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- Variable DER memiliki hubungan negatif terhadap MOWN, hal ini berarti jika DER naik sebesar 1% maka MOWN akan turun sebesar 0.000145 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable DPR memiliki hubungan negatif terhadap MOWN, hal ini berarti jika DPR naik sebesar 1% maka MOWN akan turun sebesar 0.106158 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable INST memiliki hubungan negatif terhadap MOWN, hal ini berarti jika INST naik sebesar 1% maka MOWN akan turun sebesar 0.220667 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

- Variable PBV memiliki hubungan negatif terhadap MOWN, hal ini berarti jika PBV naik sebesar 1% MOWN akan turun sebesar 0.007018 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

4.3.1.2. Pengujian Hipotesis Alternatif 1

Hipotesis alternatif pertama dalam penelitian ini adalah:

Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

Tabel 4.5 menunjukkan variable kebijakan utang (DER) memiliki hubungan negatif (-0.000145) terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat utang risiko kebangkrutan perusahaan semakin tinggi sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham. Namun demikian, tingkat probabilitas uji t sebesar 0.7854 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5%, sehingga hipotesis alternatif 1 yang menyatakan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial ditolak.

4.3.1.3. Pengujian Hipotesis Alternatif 2

Hipotesis alternatif kedua dalam penelitian ini adalah:

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

Variable dividen (DPR) memiliki hubungan negatif (-0.106158) terhadap kepemilikan manajerial. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa pembagian dividen yang besar kepada pemegang saham menyebabkan *internal cash flow* di perusahaan berkurang, sedangkan manajer berharap agar investasi di masa yang akan datang berasal dari sumber internal karena manajer memiliki tanggung jawab untuk mengembangkan perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar dividen dianggap manajer dapat menghambat pertumbuhan perusahaan sehingga mengurangi minat manajer untuk meningkatkan kepemilikan saham pada perusahaan. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.0005 yang berarti lebih rendah dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 2 yang menyatakan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial diterima.

4.3.1.4. Pengujian Hipotesis Alternatif 3

Hipotesis alternatif ketiga dalam penelitian ini adalah:

Institutional ownership berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial

Kepemilikan institusional (INST) memiliki hubungan negatif (-0.220667) terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan manajerial. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.0000 yang berarti lebih rendah dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 3 yang menyatakan

kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial diterima.

4.3.1.5. Pengujian Hipotesis Alternatif 4

Hipotesis alternatif keempat dalam penelitian ini adalah:

Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial

Variable *price book value* (PBV) memiliki hubungan negatif (-0.007018) terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi nilai perusahaan maka kepemilikan manajerial semakin kecil karena apabila kepemilikan manajerial semakin tinggi maka para manajer cenderung bekerja bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, namun hanya meningkatkan kesejahteraan para manajer itu sendiri. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.0125 yang berarti lebih rendah dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 4 yang menyatakan Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial ditolak.

4.3.1.5. Pengujian Hipotesis Alternatif 5

Hipotesis alternatif kelima dalam penelitian ini adalah:

Kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial

Uji regresi secara simultan digunakan untuk menguji hipotesis yang kelima yaitu menguji secara bersama-sama kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional, dan nilai perusahaan berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial. Tabel 4.6 Menunjukkan hasil regresi untuk uji F yaitu sebagai berikut:

Tabel 4.6
Hasil Regresi Untuk Uji F Persamaan Kepemilikan Manajerial

Dependent Variable: MOWN				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 08/14/02 Time: 02:23				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
Instrument list: C DER DPR INST PBV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.227626	0.025168	9.044417	0.0000
DER	-0.000145	0.000532	-0.273213	0.7854
DPR	-0.106158	0.045765	-2.319649	0.0228
INST	-0.220677	0.038698	-5.702613	0.0000
PBV	-0.007018	0.003019	-2.325069	0.0225
R-squared	0.358898	Mean dependent var		0.071553
Adjusted R-squared	0.328729	S.D. dependent var		0.076479
S.E. of regression	0.062660	Sum squared resid		0.333738
F-statistic	11.89605	Durbin-Watson stat		2.382284
Prob(F-statistic)	0.000000			

Dari hasil uji hipotesis bersama semua variabel independen terhadap variabel dependen (*F-test*) dengan menggunakan α sebesar 5% diperoleh nilai F_{hitung} pengaruh kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan nilai perusahaan terhadap kepemilikan manajerial sebesar 11.89605 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.000000. Dengan demikian H_{a5} diterima, artinya secara bersama-sama kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan institusional dan nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

4.3.1.6. Koefisien Determinasi Persamaan Kepemilikan Manajerial

Berdasarkan hasil regresi setelah dilakukan uji asumsi klasik, diperoleh nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* persamaan kepemilikan manajerial sebesar 0.328729 berarti bahwa variabel kepemilikan manajerial hanya mampu dijelaskan 32.8729 % oleh variabel kebijakan utang, kepemilikan institusional dan nilai perusahaan, sisanya sebesar 67.1271 % dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

4.3.2. Persamaan Kebijakan Utang

4.3.2.1. Analisis Persamaan Kebijakan Utang

Hasil pengujian regresi berganda persamaan kebijakan utang dapat dilihat dapat dilihat pada lampiran 7 halaman 97 , adapun secara ringkas hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 4.7. namun pada hasil regresi ini terkena masalah heteroskedastisitas. Persamaan regresi berganda yang digunakan pada persamaan kebijakan utang adalah sebagai berikut:

$$DER = C + b_1 (MOWN) + b_2 (DPR) + b_3 (PBV) + b_4 (SIZE) + e$$

TABEL 4.7
Hasil Regresi Kebijakan Utang

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.629943	14.76502	-0.178120	0.8591
MOWN	-3.527895	19.63844	-0.179642	0.8579
DPR	-10.03720	9.598248	-1.045732	0.2986
PBV	1.809173	0.602769	3.001439	0.0035
SIZE	0.414063	1.111927	0.372384	0.7105

Table 4.8 menunjukkan hasil pengujian regresi setelah penyembuhan dengan metode *white*, dan menunjukkan nilai probabilitas uji t masing-masing variabel MOWN, DPR, PBV dan SIZE terhadap variabel DER yang dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan hipotesis yang diajukan diterima atau gagal ditolak.

TABEL 4.8
Hasil Regresi Kebijakan Utang Setelah Penyembuhan Dengan Metode White

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.631351	6.311836	-0.416892	0.6778
MOWN	-3.524507	9.392576	-0.375244	0.7084
DPR	-10.03349	4.290293	-2.338650	0.0217
PBV	1.809270	1.895296	0.954611	0.3425
SIZE	0.414106	0.531621	0.778950	0.4382

Hasil regresi tersebut dapat dituliskan dalam bentuk persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{DER} = -2.631351 - 3.524507 (\text{MOWN}) - 10.03349 (\text{DPR}) + 1.809270 (\text{PBV}) + 0.414106 (\text{SIZE}) + e$$

Berdasarkan hasil regresi diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- Variable MOWN berhubungan negatif dengan DER, jika MOWN naik sebesar 1% maka DER akan turun sebesar 3.524507 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable DER berhubungan negatif dengan DER, jika DPR naik sebesar 1% maka DER akan turun sebesar 10.03349 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

- Variable PBV berhubungan negatif dengan DER, jika PBV naik sebesar 1% maka DER akan naik sebesar 1.809270 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable SIZE berhubungan negatif dengan DER, jika SIZE naik sebesar 1% maka DER akan naik sebesar 0.414106 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

4.3.2.2. Pengujian Hipotesis Alternatif 6

Hipotesis alternatif keenam dalam penelitian ini adalah:

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

Variable kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki hubungan negatif (-3.524507) terhadap kebijakan utang (DER). Hasil ini menunjukkan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham sehingga manajer akan menggunakan utang dengan optimal dan manajer tidak akan bertindak oportunistik lagi, semakin besar kepemilikan saham oleh manajer memaksa manajer menanggung risiko kesalahan pengambilan keputusan kebijakan utang, sehingga membuat mereka semakin berhati-hati dalam menentukan utang. Namun demikian, nilai probabilitas uji t sebesar 0.7084 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 6 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang ditolak.

4.3.2.3. Pengujian Hipotesis Alternatif 7

Hipotesis alternatif ketujuh dalam penelitian ini adalah:

Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang

Variable dividen (DPR) memiliki hubungan negatif (-10.03349) terhadap kebijakan utang (DER). Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar dividen yang dibagikan semakin besar minat investor yang tertarik untuk menanamkan saham di perusahaan. Dengan demikian perusahaan akan membiayai investasinya menggunakan dana yang berasal dari pemilik atau dari luar perusahaan (investor) dan dapat menurunkan penggunaan utang. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.0217 yang berarti lebih rendah dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 7 yang menyatakan Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang diterima.

4.3.2.4. Pengujian Hipotesis Alternatif 8

Hipotesis alternatif 8 dalam penelitian ini adalah:

Nilai Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

Variabel nilai perusahaan (PBV) memiliki hubungan positif (1.809270) terhadap kebijakan utang (DER). Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai perusahaan maka tingkat utang akan semakin besar. Perusahaan yang memiliki nilai perusahaan yang tinggi dapat dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi akan membutuhkan banyak dana dari luar untuk membiayai investasinya. Namun demikian, nilai probabilitas uji t

sebesar 0.3425 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 8 yang menyatakan nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang ditolak

4.3.2.5. Pengujian Hipotesis Alternatif 9

Hipotesis alternatif 9 dalam penelitian ini adalah:

Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang

Variable ukuran perusahaan (SIZE) memiliki hubungan positif (0.414106) terhadap kebijakan utang (DER). Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka tingkat utang akan semakin besar. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin membutuhkan dana yang lebih besar untuk investasi. Perusahaan yang besar akan memiliki fleksibilitas dan dapat dengan mudah mengakses pasar modal untuk mendapatkan sumber dana baru. Namun demikian, nilai probabilitas uji t sebesar 0.4382 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 9 yang menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang ditolak.

4.3.2.6. Pengujian Hipotesis Alternatif 10

Hipotesis alternatif 10 dalam penelitian ini adalah:

Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan utang

Uji regresi secara simultan digunakan untuk menguji hipotesis yang kesepuluh yaitu menguji secara bersama-sama pengaruh Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan utang.

Tabel 4.9 Menunjukkan hasil regresi untuk uji F yaitu sebagai berikut:

Tabel 4.9
Hasil regresi untuk uji F persamaan Kebijakan Utang

Dependent Variable: DER				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 08/14/02 Time: 01:50				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Instrument list: C MOWN DPR PBV SIZE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.629943	6.311499	-0.416691	0.6780
MOWN	-3.527895	9.393365	-0.375573	0.7082
DPR	-10.03720	4.291640	-2.338778	0.0217
PBV	1.809173	1.895284	0.954566	0.3425
SIZE	0.414063	0.531605	0.778893	0.4382
R-squared	0.123840	Mean dependent var	4.455889	
Adjusted R-squared	0.082609	S.D. dependent var	13.31891	
S.E. of regression	12.75692	Sum squared resid	13832.82	
F-statistic	3.003569	Durbin-Watson stat	1.850019	
Prob(F-statistic)	0.022729			

Dari hasil uji hipotesis bersama semua variabel independen terhadap variabel dependen (*F-test*) dengan menggunakan α sebesar 5% diperoleh nilai F_{hitung} pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan nilai perusahaan terhadap kebijakan utang sebesar 3.003569 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.022729. Dengan demikian H_{a10} diterima, artinya secara bersama-sama kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.

4.3.2.7. Koefisien Determinasi Persamaan Kebijakan Utang

Nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* persamaan kebijakan utang sebesar 0.082609 berarti bahwa variabel kebijakan utang hanya mampu dijelaskan 8.2609 % oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan, sisanya sebesar 91.7391 % dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.

4.3.3. Persamaan Kebijakan Dividen

4.3.3.1. Analisis Persamaan Kebijakan Dividen

Hasil pengujian regresi berganda persamaan kebijakan dividen dapat dilihat dapat dilihat pada lampiran 7 halaman 98, adapun secara ringkas hasil regresi tersebut dapat dilihat pada tabel 4.10. Persamaan regresi berganda yang digunakan pada persamaan dividen adalah sebagai berikut

$$DPR = C + b_1 (MOWN) + b_2 (DER) + b_3 (ROE) + b_4 (PBV) + e$$

Berdasarkan tabel 4.10 dapat dilihat nilai probabilitas uji t masing-masing variabel MOWN, DER, ROE, PBV terhadap variabel DPR yang dapat digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan hipotesis yang diajukan diterima atau gagal ditolak

TABEL 4.10
Hasil Regresi Kebijakan Dividen

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.004969	2.036667	4.421424	0.0000
MOWN	-36.93633	17.14647	-2.154166	0.0341
DER	-0.071738	0.101063	-0.709835	0.4797
ROE	2.866969	2.837354	1.010438	0.3152
PBV	-0.617504	0.583159	-1.058895	0.2926

Hasil regresi tersebut dituliskan dalam bentuk persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 9.004969 - 36.93633 (\text{MOWN}) - 0.071738 (\text{DER}) + 2.866969 (\text{ROE}) - 0.617504 (\text{PBV}) + e$$

Berdasarkan hasil regresi diatas dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

- Variable MOWN berhubungan negatif dengan DPR, jika MOWN naik sebesar 1% maka DPR akan turun sebesar 36.93633 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable MOWN berhubungan negatif dengan DER, jika DER naik sebesar 1% maka DPR akan turun sebesar 0.071738 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.
- Variable MOWN berhubungan negatif dengan ROE, jika tingkat ROE naik sebesar 1% maka DPR akan naik sebesar 2.866969 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

- Variable MOWN berhubungan negatif dengan PBV, jika PBV naik sebesar 1% maka DPR akan turun sebesar 0.617504 dengan asumsi variable independen yang lainnya konstan.

4.3.3.2. Pengujian Hipotesis Alternatif 11

Hipotesis alternatif 11 dalam penelitian ini adalah:

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Variable kepemilikan manajerial (MOWN) memiliki hubungan negatif (-36.93633) terhadap dividen. Hal sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar, cenderung membagikan dividen yang kecil karena kemungkinan konflik keagenan relatif kecil. Sebaliknya semakin kecil struktur kepemilikan manajerial, mendorong perusahaan membagikan dividen lebih besar untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.0341 yang berarti lebih rendah dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 11 yang menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima.

4.3.3.3. Pengujian Hipotesis Alternatif 12

Hipotesis alternatif 12 dalam penelitian ini adalah:

Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Variable kebijakan utang (DER) memiliki hubungan negatif (-0.071738) terhadap dividen. Hal ini sesuai dengan teori yang menyatakan semakin besar proporsi utang yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kewajiban membayar beban bunga dan utang perusahaan. Untuk membayar kewajiban tersebut maka perusahaan akan menurunkan dividen yang dibagikan dan menggunakan *earning* yang diperoleh untuk membayar kewajiban beban bunga dan utang perusahaan. Namun demikian, nilai probabilitas uji t sebesar 0.4797 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 12 yang menyatakan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen ditolak.

4.3.3.4. Pengujian Hipotesis Alternatif 13

Hipotesis alternatif 13 dalam penelitian ini adalah:

Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Variable profitabilitas (ROE) memiliki hubungan positif (2.866969) terhadap dividen. Hasil ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka *earning* yang diperoleh lebih tinggi sehingga diharapkan dividen yang dibagikan akan semakin besar. Namun demikian, nilai probabilitas uji t sebesar 0.3152 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 13 yang menyatakan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen ditolak.

4.3.3.5. Pengujian Hipotesis Alternatif 14

Hipotesis alternatif 14 dalam penelitian ini adalah:

Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Variable nilai perusahaan (PBV) memiliki hubungan negatif (-0.617504) terhadap dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar nilai perusahaan maka dividen yang dibagikan akan semakin kecil. Hasil ini mendukung teori irelevan dividen yang menyatakan bahwa tidak ada kaitan antara nilai perusahaan dengan kebijakan dividen. Nilai probabilitas uji t sebesar 0.2926 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %, sehingga hipotesis alternatif 14 yang menyatakan nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen ditolak.

4.3.3.6. Pengujian Hipotesis Alternatif 15

Hipotesis alternatif 15 dalam penelitian ini adalah:

Kepemilikan manajerial, kebijakan utang, nilai perusahaan dan profitabilitas secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Uji regresi secara simultan digunakan untuk menguji hipotesis yang kelimabelas yaitu menguji secara bersama-sama pengaruh Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan dividen

Tabel 4.8 Menunjukkan hasil regresi untuk uji F yaitu sebagai berikut:

Tabel 4.11
Hasil regresi untuk uji F persamaan Kebijakan Dividen

Dependent Variable: DPR				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 08/14/02 Time: 04:09				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
Instrument list: C MOWN DER ROE PBV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.004969	2.036667	4.421424	0.0000
MOWN	-36.93633	17.14647	-2.154166	0.0341
DER	-0.071738	0.101063	-0.709835	0.4797
ROE	2.866969	2.837354	1.010438	0.3152
PBV	-0.617504	0.583159	-1.058895	0.2926
R-squared	0.070746	Mean dependent var	5.277778	
Adjusted R-squared	0.027016	S.D. dependent var	11.78461	
S.E. of regression	11.62433	Sum squared resid	11485.64	
F-statistic	1.617794	Durbin-Watson stat	1.795385	
Prob(F-statistic)	0.177218			

Dari hasil uji hipotesis bersama semua variabel independen terhadap variabel dependen (*F-test*) dengan menggunakan α sebesar 5% diperoleh nilai F_{hitung} pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas dan nilai perusahaan terhadap kebijakan dividen sebesar 1.617749 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.177218. Dengan demikian H_{a15} ditolak, artinya secara bersama-sama kepemilikan manajerial, kebijakan utang, nilai perusahaan dan profitabilitas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

4.3.3.7. Koefisien Determinasi Persamaan Kebijakan Dividen

Nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* persamaan kebijakan dividen sebesar 0.027016 berarti bahwa variabel kebijakan dividen hanya mampu dijelaskan 2.7016% oleh variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas perusahaan dan nilai perusahaan, sisanya sebesar 97.2984 % dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk menunjukkan bukti empiris mengenai hubungan kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen secara simultan. Sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah 90 perusahaan manufaktur dengan periode penelitian tahun 2000 sampai dengan 2004. Adapun karakteristik penyampelan dan daftar nama perusahaan sampel dapat dilihat pada tabel 3.1 (halaman 34). Alat analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah *two stage least square* (2SLS) dengan menggunakan program *Eviews*.

Kesimpulan yang dapat diambil pada masing-masing persamaan dari pengujian-pengujian yang dilakukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Persamaan Kepemilikan Manajerial
 - a. Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kepemilikan manajerial. Namun nilai probabilitas uji $t > \alpha$ (0.05) yaitu sebesar 0.7854. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa semakin tinggi tingkat utang maka risiko kebangkrutan perusahaan semakin tinggi sehingga mengurangi minat manajer untuk menambah kepemilikan saham.
 - b. Kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini membuktikan bahwa pembagian dividen yang besar kepada pemegang saham menyebabkan *internal cash flow* di

perusahaan berkurang, sedangkan manajer berharap agar investasi di masa yang akan datang berasal dari sumber internal karena manajer memiliki tanggung jawab untuk mengembangkan perusahaan.

- c. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan pada terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin meningkat pengawasan pihak eksternal terhadap perusahaan dan semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan manajerial.
- d. Nilai perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai perusahaan maka kepemilikan manajerial semakin kecil karena apabila kepemilikan manajerial semakin tinggi maka para manajer cenderung bekerja bukan untuk memaksimumkan nilai perusahaan, namun hanya meningkatkan kesejahteraan para manajer itu sendiri. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kepemilikan manajerial.

2. Persamaan Kebijakan Utang

- a. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Namun nilai probabilitas uji t sebesar 0.7084 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa dengan peningkatan kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham sehingga memaksa manajer

menanggung risiko kesalahan pengambilan keputusan kebijakan utang, sehingga membuat mereka semakin berhati-hati dalam menentukan utang.

- b. Kebijakan dividen berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang. Hal ini membuktikan semakin besar dividen yang dibagikan maka perusahaan akan membiayai investasinya menggunakan dana yang berasal dari pemilik atau dari luar perusahaan (investor) dan dapat menurunkan penggunaan utang.
- c. Nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Namun nilai probabilitas uji t sebesar 0.3425 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa semakin besar nilai perusahaan maka tingkat utang akan semakin besar.
- d. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan utang. Namun nilai probabilitas uji t sebesar 0.4382 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin membutuhkan dana yang lebih besar untuk investasi.

3. Persamaan Kebijakan Dividen

- a. Kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dan signifikan pada tingkat terhadap dividen. Hasil ini membuktikan bahwa perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar akan membayar dividen dalam jumlah kecil karena manajer memiliki harapan membiayai investasi dari sumber internal.

- b. Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Namun nilai probabilitas uji t sebesar 0.4797 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa semakin besar proporsi utang yang dimiliki perusahaan, semakin besar pula kewajiban membayar baban bunga dan utang perusahaan sehingga mengurangi pembayaran dividen.
- c. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Namun nilai probabilitas uji t sebesar 0.3152 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi 5 %. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka *earning* yang diperoleh lebih tinggi sehingga diharapkan dividen yang dibagikan akan semakin besar.
- d. Nilai perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan tidak ada kaitan antara nilai perusahaan dengan kebijakan dividen. Hasil ini tidak dapat membuktikan bahwa nilai perusahaan berpengaruh positif terhadap dividen.
4. Dari hasil uji F masing-masing persamaan dalam penelitian adalah sebagai berikut:
- Pada persamaan kepemilikan manajerial diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 11.89605 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.000000. Artinya secara bersama-sama kebijakan utang, kebijakan dividen, kepemilikan

institusional dan nilai perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial.

- Pada persamaan kebijakan utang diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 3.003569 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.022729. Artinya secara bersama-sama kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, nilai perusahaan dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang.
 - Pada persamaan kebijakan dividendiperoleh nilai F_{hitung} sebesar 1.617749 dengan tingkat probabilitas F_{hitung} sebesar 0.177218. Artinya secara bersama-sama kepemilikan manajerial, kebijakan utang, nilai perusahaan dan profitabilitas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen
5. Dari hasil pengujian maka diperoleh nilai *Adjusted R²* masing-masing persamaan dalam penelitian adalah sebagai berikut:
- Pada persamaan kepemilikan manajerial diperoleh nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* sebesar 32.8729 % menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain selain variabel independen yang mempengaruhi kepemilikan manajerial.
 - Pada persamaan kebijakan utang diperoleh nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* sebesar 8.2609 % menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain selain variabel independen yang mempengaruhi kebijakan utang

- Pada persamaan kebijakan dividen diperoleh nilai koefisien determinasi *Adjusted R²* sebesar 2.7016 % menunjukkan bahwa masih banyak faktor lain selain variabel independen yang mempengaruhi kebijakan utang

5.2 Keterbatasan Penelitian

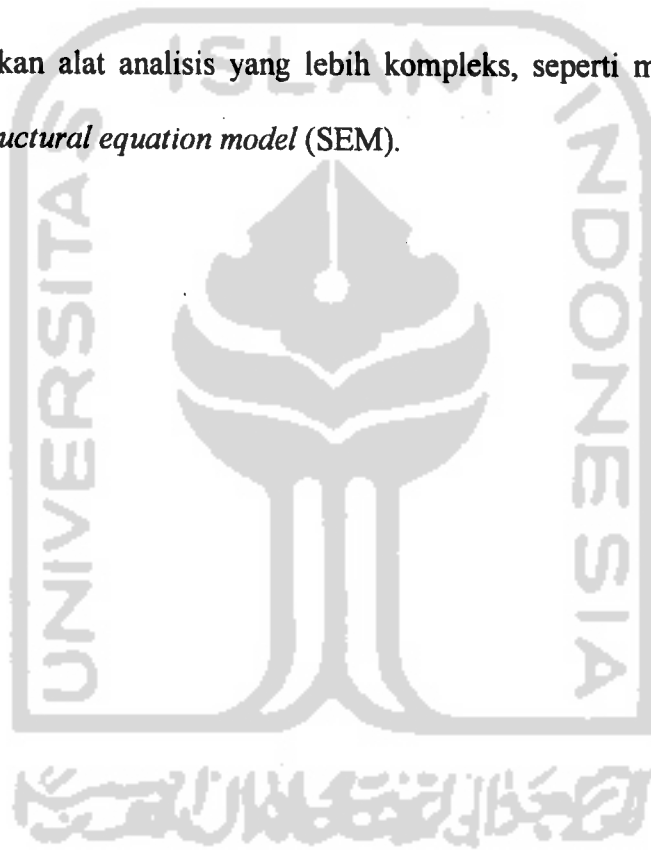
Beberapa keterbatasan yang ada dalam penelitian ini, antara lain:

1. Kepemilikan manajerial hanya dipengaruhi oleh variabel *debt to equity ratio* (DER), *dividen payout ratio* (DPR), *institusional ownership* (INST), dan *price book value* (PBV).
2. Kebijakan utang (DER) hanya dipengaruhi oleh variabel kepemilikan manajerial (MOWN), *dividen payout ratio* (DPR), dan *price book value* (PBV).
3. Kebijakan hanya dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial (MOWN), *debt to equity ratio* (DER), *return on equity* (ROE), dan *price book value* (PBV).
4. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini relatif kecil.

5.3 Saran untuk Peneliti Selanjutnya

1. penelitian selanjutnya variabel yang digunakan perlu ditambah dengan variabel-variabel yang lain
 - Pada persamaan kepemilikan manajerial, perlu ditambah variabel ukuran perusahaan (*assets size*)

- Pada persamaan kebijakan utang, perlu ditambah variabel *fixed asset*
 - Pada persamaan kebijakan dividen, perlu ditambah variabel *assets growth*, *assets size*, *liquidity*.
2. Menambah sampel yang digunakan, sehingga hasil yang diperoleh bisa lebih baik.
 3. Menggunakan alat analisis yang lebih kompleks, seperti menggunakan alat analisis *structural equation model* (SEM).



DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal, 2005, *Teori Keuangan Dan Pasar Modal*, Yogyakarta: Ekonisia FE UII.
- Arifin, Zaenal, 2005, *Hubungan Antara Corporate Governance dan Variabel Pengurang Masalah Agensi*, Jurnal Siasat Bisnis No. 10 Vol. 1.
- Belkaoui, Ahmed Riahi, 2001, *Teori Akuntansi*, Jakarta: Salemba Empat
- Brighan dan Houston, 1999, *Manajemen Keuangan*, Jakarta: PT. Erlangga.
- Gujarati, Damodar, 1978, *Ekonometrika Dasar*, Jakarta: Erlangga
- Halim, Abdul, 2003, *Analisis Investasi*, Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, Mahmud M. dan Fitri Ismiyanti, 2003, *Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Stimultan*, SNA VI.
- Hartono, Jogyanto dan Putu Anom Mahadwartha, 2002, *Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen*, Simposium SNA V.
- Hastuti, Theresia dwi, 2005, *Hubungan antara Good Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan (studi kasus pada perusahaan yang listing di bursa efek Jakarta*, SNA VIII.
- Faisal, 2005, *Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia Vol. 8, SNA VII.
- Keown, Arthur Jm, 2000, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan jilid 2*, Jakarta: Salemba Empat.
- Machfoedz, Mas'ud, dan Edy Suranta, 2003, *Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi*, SNA VI
- Martono dan Harjito, 2001, *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: Ekonisia UII.
- Moh'd, Mahmoud A, 1998, *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A time Series – Cross Sectional Analysis*, The Financial Review.

- Wahidahwati, 2001, *Pengaruh Kepemilikan manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Pespektif Theory Agency*, SNA IV
- Wahidahwati, 2002, *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Stimultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*, SNA V.
- Sartono, Agus, 2001, *kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen : Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*, Jurnal Siasat Bisnis Vol.2.
- Sholiha, Euis dan Taswan, 2002, *Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa Faktor Yang Mempengaruhinya*, Jurnal Bisnis dan Ekonomi.
- Suranta, Eddy dan Pratana Puspa Midiastuty, 2003, *Analisis Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial, Nilai Perusahaan dan Investasi dengan Model Persamaan Linier Simultan*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia.
- Widarjono, Agus, 2005, *Ekonometrika Teori dan Aplikasi*, Yogyakarta: Ekonisia FE UII
- Taswan, 2003, *Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya*, Jurnal Bisnis Dan Ekonomi.

LAMPIRAN



LAMPIRAN 1

DATA MENTAH

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	INST (%)	MOWN (%)	DPR (%)	T_DEBT	T_ASSET	Tot_ekuitas	ROE (%)
1	2000	PT Asiaplast Industries Tbk.	61,54	15,37	0,00	67.300	220.377	153.078	3,6
2	2000	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	51,40	10,48	43,95	67.172	164.391	97.219	24,23
3	2000	PT Budi Acid Jaya Tbk.	73,25	1,10	0,00	835.322	985.467	150.145	52,47
4	2000	PT Branta Mulia Tbk	20,99	18,70	0,00	1.517.907	1.914.397	396.490	5,45
5	2000	PT Cahaya Kalbar Tbk	69,43	5,30	0,00	64.793	286.857	222.064	-3,63
6	2000	PT. Gudang Garam Tbk	72,12	1,46	42,89	4.732.087	10.843.195	6.111.108	36,71
7	2000	PT Jaya Pari Steel Tbk	28,30	15,53	0,00	25.184	68.984	41.810	21,13
8	2000	PT Karwell Indonesia Tbk.	54,28	0,20	0,00	559.070	725.625	166.555	15,21
9	2000	PT. Kedaung Indah Can Tbk	76,36	4,60	39,95	87.674	211.192	123.518	13,98
10	2000	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	69,43	0,06	0,00	470.574	504.421	33.847	-101,05
11	2000	PT. Lautan Luas Tbk	63,03	3,64	20,99	354.026	700.431	346.405	7,51
12	2000	PT. Lionmesh Prima Tbk	29,22	25,78	0,00	29.351	38.160	8.810	6,53
13	2000	PT. Lion Metal Works Tbk	67,83	0,18	79,67	20.191	104.719	83.800	14,65
14	2000	PT Nipress Tbk.	55,36	18,35	0,00	90.494	97.847	7.353	144,08
15	2000	PT Prima Alloy Steel Tbk.	80,74	9,70	0,00	359.608	385.946	26.338	15,71
16	2000	PT Siantar Top Tbk.	69,47	3,06	0,00	123.474	340.257	216.783	16,31
17	2000	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	68,60	1,40	0,00	380.96	78.426	129.779	12,14
18	2000	PT Tira Austenite Tbk.	97,28	0,89	0,00	48.235	102.049	53.814	-25,41
19	2001	PT Asiaplast Industries Tbk.	57,69	15,37	0,00	75.561	233.600	158.039	3,14
20	2001	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	56,42	10,57	0,00	98.817	211.662	112.846	32,14
21	2001	PT Budi Acid Jaya Tbk.	73,25	1,12	0,00	869.764	1.002.993	133.229	12,7
22	2001	PT Branta Mulia Tbk.	71,30	18,70	0,00	1.333.144	1.809.573	476.429	14,94
23	2001	PT Cahaya Kalbar Tbk.	77,62	5,34	0,00	87.030	304.291	217.261	-2,21
24	2001	PT. Gudang Garam Tbk	72,12	1,46	0,00	4.732.087	10.843.195	8.198.192	25,46
25	2001	PT Jaya Pari Steel Tbk.	29,76	15,53	0,00	42.223	93.979	51.756	19,22
26	2001	PT Karwell Indonesia Tbk.	56,98	0,20	0,00	425.344	500.208	74.864	88,48
27	2001	PT. Kedaung Indah Can Tbk	76,35	4,60	0,00	83.480	216.942	133.462	6,51
28	2001	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	51,77	0,05	0,00	455.039	525.919	70.881	-9,88
29	2001	PT. Lautan Luas Tbk	63,33	3,64	24,69	372.906	762.821	389.915	12,56
30	2001	PT. Lionmesh Prima Tbk	25,55	25,78	0,00	29.493	39.262	9.769	8,7
31	2001	PT. Lion Metal Works Tbk	57,70	0,18	26,61	14.348	100.098	85.751	13,68
32	2001	PT Nipress Tbk.	37,11	18,35	0,00	105.919	110.049	4.130	78,04
33	2001	PT Prima Alloy Steel Tbk.	80,74	9,70	0,00	50.128	528.453	27.325	-3,61
34	2001	PT Siantar Top Tbk.	65,50	6,28	0,00	165.009	404.060	239.051	9,32
35	2001	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	68,60	1,40	0,00	136.373	258.854	122.481	3,84

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	INST (%)	MOWN (%)	DPR (%)	T DEBT	T ASSET	Tot. ekuitas	ROE (%)
36	2001	PT Tira Austenite Tbk.	97,28	0,89	0	47.209	67.240	60.010	11,15
37	2002	PT Asiaplast Industries Tbk.	46,16	15,37	0,00	135.436	282.217	146.310	-8,02
38	2002	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	51,40	10,51	0,00	116.577	259.311	142.734	20,97
39	2002	PT Budi Acid Jaya Tbk.	73,25	1,12	0,00	792.694	931.900	139.206	4,29
40	2002	PT Branta Mulia Tbk.	89,40	18,70	0,00	1.077.231	1.641.446	564.215	19,43
41	2002	PT Cahaya Kalbar Tbk.	50,08	5,34	0,00	73.430	300.442	227.012	4,3
42	2002	PT. Gudang Garam Tbk	72,12	1,46	27,66	5.743.002	15.452.703	9.709.701	21,49
43	2002	PT Jaya Pari Steel Tbk.	52,12	2,20	0,00	59.811	127.431	67.620	23,46
44	2002	PT Karwell Indonesia Tbk.	56,98	0,20	0,00	419.025	419.824	72.799	-2,82
45	2002	PT. Kedaung Indah Can Tbk	76,35	4,60	-0,21	83.480	216.942	126.689	-2,48
46	2002	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	68,46	0,04	0,00	451.476	504.312	52.836	-126,29
47	2002	PT. Lautan Luas Tbk	63,03	3,64	20,05	505.587	902.286	396.699	4,9
48	2002	PT. Lionmesh Prima Tbk	32,22	25,78	16,22	23.605	34.853	11.248	3,11
49	2002	PT. Lion Metal Works Tbk	57,70	0,18	30,66	13.757	108.263	94.506	12,57
50	2002	PT Nipress Tbk.	37,11	18,35	0,00	92.986	105.088	12.102	65,87
51	2002	PT Prima Alloy Steel Tbk.	80,56	5,91	0,00	525.894	303.102	50.208	45,58
52	2002	PT Siantar Top Tbk.	65,50	6,28	0,00	201.135	470.452	269.316	11,24
53	2002	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	68,60	1,40	0,00	116.359	231.274	114.915	-6,31
54	2002	PT Tira Austenite Tbk.	95,39	0,89	0	218.320	284.579	66.564	5,59
55	2003	PT Asiaplast Industries Tbk.	46,15	15,37	0,00	147.240	293.099	146.583	0,19
56	2003	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	51,42	10,51	0,00	128.333	266.556	138.224	5,96
57	2003	PT Budi Acid Jaya Tbk.	73,25	1,12	0,00	783.977	927.249	143.272	2,84
58	2003	PT Branta Mulia Tbk.	87,62	18,69	0,00	907.674	1.543.441	635.767	11,64
59	2003	PT Cahaya Kalbar Tbk	50,08	5,34	0,28	66.604	295.249	228.645	1,39
60	2003	PT. Gudang Garam Tbk	72,12	1,46	31,39	6.368.028	17.338.899	10.970.871	16,76
61	2003	PT Jaya Pari Steel Tbk.	52,12	2,20	0,00	35.707	114.749	67.682	17,77
62	2003	PT Karwell Indonesia Tbk.	56,98	0,20	0,00	364.112	412.820	48.708	-49,55
63	2003	PT. Kedaung Indah Can Tbk	76,33	4,60	0,21	66.102	177.457	110.981	-11,77
64	2003	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	78,46	0,04	0,00	488.601	501.284	12.683	-316,59
65	2003	PT. Lautan Luas Tbk	63,03	3,64	20,40	829.322	1.228.714	399.392	1,91
66	2003	PT. Lionmesh Prima Tbk	32,22	25,78	14,04	21.445	34.163	12.215	4,5
67	2003	PT. Lion Metal Works Tbk	57,70	0,18	37,30	16.450	119.865	101.639	12,07
68	2003	PT Nipress Tbk.	37,11	18,35	0,00	88.002	171.173	83.171	2,87
69	2003	PT Prima Alloy Steel Tbk.	87,43	5,91	0,10	254.681	368.825	114.144	10,46
70	2003	PT Siantar Top Tbk	65,50	8,18	0,00	205.009	505.507	300.499	10,38
71	2003	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	68,60	1,40	0,00	95.108	174.511	79.403	-45,11
72	2003	PT Tira Austenite Tbk.	95,39	0,89	0	218.320	284.579	662.59	4,07

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	INST (%)	MOWN (%)	DPR (%)	I_DEBT	I_ASSET	Tot ekuitas	ROE (%)
73	2004	PT Asiaplast Industries Tbk.	46,43	15,37	0,00	169.920	309.088	139.168	-5,33
74	2004	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	51,42	10,51	0	245.695	406.984	142.607	11,25
75	2004	PT Budi Acid Jaya Tbk.	73,25	1,12	0	710.731	940.868	189.461	1,33
76	2004	PT Branta Mulia Tbk.	87,62	18,69	0,00	839.159	1.710.352	710.744	5,79
77	2004	PT Cahaya Kalbar Tbk.	50,08	5,34	0	85.784	290.337	204.552	-11,34
78	2004	PT. Gudang Garam Tbk	72,12	1,74	53,74	8.394.061	20.591.389	12.183.853	11,69
79	2004	PT Jaya Pari Steel Tbk.	32,18	2,2	0	115.270	245.437	130.167	48
80	2004	PT Karwell Indonesia Tbk.	56,98	0,2	0	475.660	514.999	44.677	1
81	2004	PT. Kedaung Indah Can Tbk	73,65	4,6	0	77.848	169.918	91.226	-19,91
82	2004	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	68,09	0,03	0	504.816	509.105	4.289	-1,18397
83	2004	PT. Laudan Luas Tbk	63,03	3,64	25,54	896.453	1.424.973	455.795	11,39
84	2004	PT. Lionmesh Prima Tbk	37,56	25,61	6,97	25.268	42.742	17.480	8,72
85	2004	PT. Lion Metal Works Tbk	57,7	0,18	22	26.193	146.703	120.511	19,54
86	2004	PT Nipress Tbk.	43,11	18,35	0	108.788	189.086	80.298	-3,58
87	2004	PT Prima Alloy Steel Tbk.	87,43	5,91	0	313.246	438.201	124.954	9,59
88	2004	PT Siantar Top Tbk.	71,22	6,28	0	152.214	470.177	317.963	8,99
89	2004	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	68,6	1,4	0	61.350	135.321	69.032	16,7
90	2004	PT Tira Austenite Tbk.	73,36	2,02	0	104.984	177.739	69.138	16,1

LAMPIRAN 2.

DATA OLAH

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	Mown	Inst	DPR	ROE	DER	PBV	SIZE	dpr '01-'05
1	2000	PT Asiaplast Industries Tbk.	0,1537	0,6154	0,00	0,036	0,44	0,59	12,30309	0,00
2	2000	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	0,1048	0,514	0,44	0,2423	0,69	0,73	12,01	0,00
3	2000	PT Budi Acid Jaya Tbk	0,011	0,7325	0,00	0,5247	5,56	2,8	13,80087	0,00
4	2000	PT Branta Mulia Tbk	0,187	0,2099	0,00	0,0545	3,83	0,74	14,46491	0,00
5	2000	PT Cahaya Kalbar Tbk	0,053	0,6943	0,00	-0,0363	0,29	0,36	12,56674	0,00
6	2000	PT Gudang Garam Tbk	0,0146	0,7212	0,43	0,3671	0,77	4,09	16,19905	0,00
7	2000	PT Jaya Pari Steel Tbk.	0,1553	0,283	0,00	0,2113	0,60	0,54	11,11236	0,00
8	2000	PT Karwell Indonesia Tbk.	0,002	0,5428	0,00	0,1521	3,36	2,12	13,49479	0,00
9	2000	PT. Kedaung Indah Can Tbk	0,046	0,7636	0,40	0,1398	0,71	0,47	12,26052	0,00
10	2000	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	0,0006	0,6943	0,00	-1,0105	13,90	1,6	13,13117	0,00
11	2000	PT. Lautan Luas Tbk	0,0364	0,6303	0,21	0,0751	1,02	0,91	13,45945	0,25
12	2000	PT. Lionmesh Prima Tbk	0,2578	0,2922	0,00	0,0653	3,33	0,63	10,54954	0,00
13	2000	PT. Lion Metal Works Tbk	0,0018	0,6783	0,80	0,1465	0,25	0,36	11,55904	0,27
14	2000	PT Nipress Tbk.	0,1835	0,5536	0,00	1,4408	12,31	3,81	11,49116	0,00
15	2000	PT Prima Alloy Steel Tbk.	0,097	0,8074	0,00	0,1571	13,65	0,94	12,86345	0,00
16	2000	PT Siantar Top Tbk	0,0306	0,6947	0,00	0,1631	0,57	8,76	12,73746	0,00
17	2000	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	0,014	0,686	0,00	0,1214	0,60	17,34	11,26991	0,00
18	2000	PT Tira Austenite Tbk	0,0089	0,9728	0,00	-0,2541	0,90	1,77	11,53321	0,00
19	2001	PT Asiaplast Industries Tbk.	0,1537	0,5769	0,00	0,0314	0,48	0,37	12,36137	0,00
20	2001	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	0,1057	0,5642	0,00	0,3214	0,83	0,6	12,26275	0,00
21	2001	PT Budi Acid Jaya Tbk.	0,0112	0,7325	0,00	0,127	6,53	0,87	13,8185	0,00
22	2001	PT Branta Mulia Tbk	0,187	0,713	0,00	0,1494	2,80	0,5	14,4086	0,00
23	2001	PT Cahaya Kalbar Tbk	0,0534	0,7762	0,00	-0,0221	0,40	0,22	12,62574	0,00
24	2001	PT. Gudang Garam Tbk	0,0146	0,7212	0,00	0,2546	0,64	2,03	16,19905	0,28
25	2001	PT Jaya Pari Steel Tbk	0,1553	0,2976	0,00	0,1922	0,82	0,26	11,45083	0,00
26	2001	PT Karwell Indonesia Tbk.	0,002	0,5698	0,00	0,8848	5,68	3,14	13,12278	0,00
27	2001	PT. Kedaung Indah Can Tbk	0,046	0,7635	0,00	0,0651	0,63	0,31	12,28739	0,00
28	2001	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	0,0005	0,5177	0,00	-0,0988	6,42	0,49	13,1729	0,00
29	2001	PT. Lautan Luas Tbk	0,0364	0,6333	0,25	0,1256	0,96	0,48	13,54478	0,20
30	2001	PT. Lionmesh Prima Tbk	0,2578	0,2555	0,00	0,087	3,02	0,84	10,57801	0,16
31	2001	PT. Lion Metal Works Tbk	0,0018	0,577	0,27	0,1368	0,17	0,36	11,51391	0,31
32	2001	PT Nipress Tbk	0,1835	0,3711	0,00	0,7804	25,65	2,54	11,60868	0,00
33	2001	PT Prima Alloy Steel Tbk.	0,097	0,8074	0,00	0,0361	18,34	0,75	13,17771	0,00
34	2001	PT Siantar Top Tbk.	0,0628	0,655	0,00	0,0932	0,69	1,48	12,90932	0,00
35	2001	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	0,014	0,686	0,00	0,0384	1,11	5,31	12,46402	0,00

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	Mown	Inst	DPR	ROE	DER	PBV	SIZE	dpr '01-'05
36	2001	PT Tira Austenite Tbk.	0,0089	0,9728	0,00	0,1115	0,79	1,68	11,11602	0,00
37	2002	PT Asiaplast Industries Tbk.	0,1537	0,4616	0,00	-0,0802	0,93	0,22	12,55043	0,00
38	2002	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	0,1051	0,514	0,00	0,2097	0,69	0,36	12,46578	0,00
39	2002	PT Budi Acid Jaya Tbk.	0,0112	0,7325	0,00	0,0429	5,52	0,79	13,74498	0,00
40	2002	PT Branta Mulia Tbk.	0,187	0,894	0,00	0,1943	0,74	0,36	14,31109	0,00
41	2002	PT Cahaya Kalbar Tbk.	0,0534	0,5008	0,00	0,043	0,32	0,31	12,61301	0,00
42	2002	PT. Gudang Garam Tbk	0,0146	0,7212	0,28	0,2149	0,59	1,64	16,55329	0,31
43	2002	PT Jaya Pari Steel Tbk.	0,022	0,5212	0,00	0,2346	0,88	0,29	11,75533	0,00
44	2002	PT Karwell Indonesia Tbk.	0,002	0,5698	0,00	-0,0282	5,80	2,82	12,94759	0,00
45	2002	PT. Kedaung Indah Can Tbk	0,046	0,7635	0,00	-0,0248	0,59	0,35	12,28739	0,00
46	2002	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	0,0004	0,6846	0,00	-1,2629	8,54	0,38	13,13095	0,00
47	2002	PT. Lautan Luas Tbk	0,0364	0,6303	0,20	0,049	1,15	0,35	13,71269	0,20
48	2002	PT. Lionmesh Prima Tbk	0,2578	0,3222	0,16	0,0311	2,10	0,3	10,45889	0,14
49	2002	PT. Lion Metal Works Tbk	0,0018	0,577	0,31	0,1257	0,15	0,41	11,59232	0,37
50	2002	PT Nipress Tbk.	0,1835	0,3711	0,00	0,6587	7,68	1,32	11,56255	0,00
51	2002	PT Prima Alloy Steel Tbk.	0,0591	0,8056	0,00	0,4558	5,04	0,36	12,62182	0,00
52	2002	PT Siantar Top Tbk.	0,0628	0,655	0,00	0,1124	0,75	1,26	13,06145	0,00
53	2002	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	0,014	0,686	0,00	-0,0631	0,96	4,35	12,35136	0,00
54	2002	PT Tira Austenite Tbk.	0,0089	0,9539	0,00	0,0559	2,11	1,76	12,55877	0,00
55	2003	PT Asiaplast Industries Tbk.	0,1537	0,4615	0,00	0,0019	1,00	0,31	12,58827	0,00
56	2003	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	0,1051	0,5142	0,00	0,0596	0,82	0,8	12,49334	0,00
57	2003	PT Budi Acid Jaya Tbk.	0,0112	0,7325	0,00	0,0284	5,30	0,73	13,73998	0,00
58	2003	PT Branta Mulia Tbk.	0,1869	0,8762	0,00	0,1164	1,22	0,67	14,24952	0,00
59	2003	PT Cahaya Kalbar Tbk.	0,0534	0,5008	0,00	0,0139	0,29	0,29	12,59557	0,00
60	2003	PT. Gudang Garam Tbk	0,0146	0,7212	0,31	0,1676	0,58	2,39	16,66846	0,54
61	2003	PT Jaya Pari Steel Tbk.	0,022	0,5212	0,00	0,1777	0,93	0,88	11,6505	0,00
62	2003	PT Karwell Indonesia Tbk.	0,002	0,5698	0,00	-0,4955	7,60	4,94	12,93077	0,00
63	2003	PT. Kedaung Indah Can Tbk	0,046	0,7633	0,00	-0,1177	0,59	0,25	12,08648	0,00
64	2003	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	0,0004	0,7846	0,00	-3,1659	38,52	1,75	13,12493	0,00
65	2003	PT. Lautan Luas Tbk	0,0364	0,6303	0,20	0,0191	1,94	0,56	14,02148	0,26
66	2003	PT. Lionmesh Prima Tbk	0,2578	0,3222	0,14	0,045	1,80	0,43	10,4389	0,07
67	2003	PT. Lion Metal Works Tbk	0,0018	0,577	0,37	0,1207	0,19	0,14	11,69412	0,22
68	2003	PT Nipress Tbk.	0,1835	0,3711	0,00	0,0287	1,06	0,23	12,05043	0,00
69	2003	PT Prima Alloy Steel Tbk.	0,0591	0,8743	0,00	0,1046	2,23	0,31	12,81808	0,00
70	2003	PT Siantar Top Tbk.	0,0618	0,655	0,00	0,1038	0,83	0,78	13,13332	0,00
71	2003	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	0,014	0,686	0,00	-0,4511	1,13	2,83	12,06974	0,00
72	2003	PT Tira Austenite Tbk.	0,0089	0,9539	0,00	0,0407	2,49	0,99	12,55877	0,00

NO	TAHUN	PERUSAHAAN	Mown	Inst	DPR	ROE	DER	PBV	SIZE	dpr '01-'05
73	2004	PT Asiaplast Industries Tbk.	0,1537	0,4843	0,00	-0,0533	1,22	0,33	12,64138	0,00
74	2004	PT Berlina Co. Ltd. Tbk.	0,1051	0,5142	0,00	0,1125	1,72	0,71	12,91653	0,00
75	2004	PT Budi Acid Jaya Tbk.	0,0112	0,7325	0,00	0,0133	3,70	0,61	13,75456	0,00
76	2004	PT Branta Mulia Tbk.	0,1869	0,8762	0,00	0,0579	1,18	0,51	14,35221	0,05
77	2004	PT Cahaya Kalbar Tbk.	0,0534	0,5008	0,00	-0,1134	0,42	0,44	12,5788	0,00
78	2004	PT Gudang Garam Tbk.	0,0174	0,7212	0,54	0,1169	0,69	2,14	16,84038	0,51
79	2004	PT Jaya Pari Steel Tbk.	0,022	0,3218	0,00	0,48	0,89	1,04	12,4108	0,00
80	2004	PT Karwell Indonesia Tbk.	0,002	0,5698	0,00	0,01	10,65	5,39	13,15192	0,00
81	2004	PT. Kedaung Indah Can Tbk	0,046	0,7365	0,00	-0,1991	0,85	0,29	12,04307	0,00
82	2004	PT Langgeng Makmur Plastic Ind	0,0003	0,6809	0,00	-0,01184	117,70	8,79	13,14041	0,00
83	2004	PT. Lautan Luas Tbk	0,0364	0,6303	0,26	0,1139	1,97	0,63	14,16966	0,25
84	2004	PT. Lionmesh Prima Tbk	0,2561	0,3756	0,07	0,0872	1,45	0,84	10,66294	0,09
85	2004	PT. Lion Metal Works Tbk	0,0018	0,577	0,22	0,1954	0,22	0,73	11,89617	0,27
86	2004	PT Nipress Tbk.	0,1835	0,4311	0,00	-0,0358	1,35	0,3	12,14996	0,00
87	2004	PT Prima Alloy Steel Tbk.	0,0591	0,8743	0,00	0,0959	2,51	0,75	12,99043	0,00
88	2004	PT Siantar Top Tbk.	0,0628	0,7122	0,00	0,0899	0,48	0,74	13,06086	0,00
89	2004	PT Surya Intrindo Makmur Tbk.	0,014	0,686	0,00	0,167	0,71	1,1	11,81541	0,00
90	2004	PT Tira Austenite Tbk.	0,0202	0,7336	0,00	0,161	1,52	1,45	12,08807	0,00

LAMPIRAN 3

3.1 Statistik Deskriptif

	MOWN	DER	DPR	INST	SIZE	PBV	ROE
Mean	0.071553	4.455889	0.065034	0.625497	12.76983	1.494333	0.055160
Median	0.046000	1.010000	0.000000	0.655000	12.59192	0.730000	0.088550
Maximum	0.257800	117.7000	0.796700	0.972800	16.84038	17.34000	1.440800
Minimum	0.000300	0.150000	0.000000	0.209900	10.43890	0.140000	-3.165900
Std. Dev.	0.076479	13.31891	0.146492	0.172679	1.300443	2.348456	0.459424
Skewness	1.034980	7.189744	2.581434	-0.289789	1.038410	4.282098	-3.857154
Kurtosis	2.860691	59.96542	10.15185	2.736798	4.781947	25.95229	29.79535
Jarque-Bera	16.14052	12944.36	291.7655	1.519449	28.08194	2250.575	2915.629
Probability	0.000313	0.000000	0.000000	0.467795	0.000001	0.000000	0.000000

LAMPIRAN 4

Hasil Uji Multikolinearitas Menggunakan Eviews 3.1

4.1 Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan Kepemilikan Manajerial

	MOWN	DER	DPR	INST	PBV
MOWN	1.000000	-0.094999	-0.190340	-0.525593	-0.259422
DER	-0.094999	1.000000	-0.125302	0.046245	0.334635
DPR	-0.190340	-0.125302	1.000000	0.016787	-0.084413
INST	-0.525593	0.046245	0.016787	1.000000	0.105570
PBV	-0.259422	0.334635	-0.084413	0.105570	1.000000

4.2 Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan Kebijakan Utang

	MOWN	DER	DPR	PBV	SIZE
MOWN	1.000000	-0.094999	-0.190340	-0.259422	-0.321492
DER	-0.094999	1.000000	-0.125302	0.334635	0.032989
DPR	-0.190340	-0.125302	1.000000	-0.084413	0.202007
PBV	-0.259422	0.334635	-0.084413	1.000000	0.026170
SIZE	-0.321492	0.032989	0.202007	0.026170	1.000000

4.3 Hasil Uji Multikolinearitas Persamaan Kebijakan Dividen

	DPR	MOWN	DER	PBV	ROE
DPR	1.000000	-0.176915	-0.122374	-0.083093	0.073281
MOWN	-0.176915	1.000000	-0.094999	-0.259422	0.207275
DER	-0.122374	-0.094999	1.000000	0.334635	-0.204783
PBV	-0.083093	-0.259422	0.334635	1.000000	0.043933
ROE	0.073281	0.207275	-0.204783	0.043933	1.000000

LAMPIRAN 5

Hasil Uji Autokorelasi Menggunakan Eviews 3.1

5.1 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kepemilikan Manajerial

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	2.218656	Probability	0.115166	
Obs*R-squared	4.567365	Probability	0.101908	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 10:17				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001316	0.024838	0.053000	0.9579
DER	8.21E-05	0.000539	0.152261	0.8794
DPR	-0.001756	0.045785	-0.038345	0.9695
INST	0.000617	0.038157	0.016166	0.9871
PBV	-0.001335	0.003155	-0.423213	0.6732
RESID(-1)	-0.179956	0.110487	-1.628752	0.1072
RESID(-2)	0.112476	0.118648	0.947975	0.3459
R-squared	0.050749	Mean dependent var	3.16E-18	
Adjusted R-squared	-0.017872	S.D. dependent var	0.061236	
S.E. of regression	0.061781	Akaike info criterion	-2.655858	
Sum squared resid	0.316801	Schwarz criterion	-2.461429	
Log likelihood	126.5136	F-statistic	0.739552	
Durbin-Watson stat	2.009720	Prob(F-statistic)	0.619276	

5.2 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kebijakan Utang

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.333787	Probability	0.717163	
Obs*R-squared	0.717460	Probability	0.698563	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 10:30				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.722029	15.25436	0.178443	0.8588
MOWN	1.483105	20.83899	0.071170	0.9434
DPR	-0.571581	9.881709	-0.057842	0.9540
PBV	0.094556	0.622340	0.151935	0.8796
SIZE	-0.229572	1.158147	-0.198224	0.8434
RESID(-1)	0.086113	0.114874	0.749628	0.4556
RESID(-2)	-0.048362	0.119989	-0.403054	0.6879
R-squared	0.007972	Mean dependent var	0.000234	
Adjusted R-squared	-0.063741	S.D. dependent var	12.46696	
S.E. of regression	12.85815	Akaike info criterion	8.020419	
Sum squared resid	13722.55	Schwarz criterion	8.214848	
Log likelihood	-353.9188	F-statistic	0.111162	
Durbin-Watson stat	2.003148	Prob(F-statistic)	0.994909	

5.3 Hasil Uji Autokorelasi Persamaan Kebijakan Dividen

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	0.745598	Probability	0.477601	
Obs*R-squared	1.588421	Probability	0.451938	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 00:35				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.228102	2.058145	0.110829	0.9120
MOWN	-2.665392	17.71821	-0.150432	0.8808
DER	-0.010567	0.101772	-0.103831	0.9176
ROE	-0.918716	2.945795	-0.311874	0.7559
PBV	0.024651	0.588903	0.041860	0.9667
RESID(-1)	0.107401	0.118010	0.910104	0.3654
RESID(-2)	0.080858	0.112127	0.721124	0.4729
R-squared	0.017649	Mean dependent var	-2.16E-15	
Adjusted R-squared	-0.053364	S.D. dependent var	11.36011	
S.E. of regression	11.65928	Akaike info criterion	7.824669	
Sum squared resid	11282.93	Schwarz criterion	8.019098	
Log likelihood	-345.1101	F-statistic	0.248533	
Durbin-Watson stat	1.969356	Prob(F-statistic)	0.958610	

LAMPIRAN 6

Hasil Uji Heteroskedastisitas Menggunakan Eviews 3.1

6.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kepemilikan Manajerial

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.864599	Probability	0.549744	
Obs*R-squared	7.080688	Probability	0.527953	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 00:43				
Sample: 1 90				
Included observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.015458	0.005770	2.678931	0.0089
DER	5.82E-05	0.000146	0.397536	0.6920
DER^2	-6.32E-07	1.30E-06	-0.486821	0.6277
DPR	0.001507	0.010171	0.148211	0.8825
DPR^2	-0.008843	0.017897	-0.494114	0.6226
INST	-0.037092	0.020035	-1.851330	0.0678
INST^2	0.028221	0.016358	1.725235	0.0883
PBV	-0.000417	0.000672	-0.620573	0.5366
PBV^2	2.50E-05	4.49E-05	0.555939	0.5798
R-squared	0.078674	Mean dependent var	0.003708	
Adjusted R-squared	-0.012321	S.D. dependent var	0.005584	
S.E. of regression	0.005619	Akaike info criterion	-7.430795	
Sum squared resid	0.002557	Schwarz criterion	-7.180814	
Log likelihood	343.3858	F-statistic	0.864599	
Durbin-Watson stat	2.023080	Prob(F-statistic)	0.549744	

6.2 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kebijakan Utang

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	2.879829	Probability	0.007139	
Obs*R-squared	19.92987	Probability	0.010605	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 00:43				
Sample: 1 90				
Included observations: 90				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14295.26	12350.00	-1.157512	0.2505
MOWN	-2924.613	3125.823	-0.935630	0.3522
MOWN^2	19323.26	17739.05	1.089307	0.2792
DPR	577.4874	726.8735	0.794481	0.4292
DPR^2	-250.5674	549.7264	-0.455804	0.6498
PBV	335.7824	310.6297	1.080973	0.2829
PBV^2	-10.46348	14.35435	-0.728942	0.4681
SIZE	2102.287	1813.136	1.159476	0.2497
SIZE^2	-78.00638	67.34680	-1.158279	0.2502
R-squared	0.221443	Mean dependent var	153.6980	
Adjusted R-squared	0.144549	S.D. dependent var	1041.263	
S.E. of regression	963.0704	Akaike info criterion	16.67277	
Sum squared resid	75127875	Schwarz criterion	16.92275	
Log likelihood	-741.2746	F-statistic	2.879829	
Durbin-Watson stat	1.947617	Prob(F-statistic)	0.007139	

6.3 Hasil Uji Heteroskedastisitas Persamaan Kebijakan Dividen

White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.481034	Probability	0.177035	
Obs*R-squared	11.48481	Probability	0.175713	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 00:44				
Sample: 1 90				
Included observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	294.7640	83.30899	3.538202	0.0007
MOWN	-3851.513	1654.380	-2.328070	0.0224
MOWN^2	12998.60	6807.388	1.909485	0.0597
DER	-16.99740	10.76724	-1.578622	0.1183
DER^2	0.129728	0.092315	1.405285	0.1638
ROE	118.3916	109.7652	1.078589	0.2840
ROE^2	49.11329	53.54525	0.917230	0.3617
PBV	7.909993	41.69540	0.189709	0.8500
PBV^2	-1.514167	2.678762	-0.565249	0.5735
R-squared	0.127609	Mean dependent var	127.6182	
Adjusted R-squared	0.041447	S.D. dependent var	318.4404	
S.E. of regression	311.7714	Akaike info criterion	14.41706	
Sum squared resid	7873313.	Schwarz criterion	14.66704	
Log likelihood	-639.7676	F-statistic	1.481034	
Durbin-Watson stat	2.138763	Prob(F-statistic)	0.177035	

LAMPIRAN 7

Hasil Regresi Menggunakan Eviews 3.1

7.1 Hasil Regresi Persamaan kepemilikan manajerial

Dependent Variable: MOWN				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 02:23				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
Instrument list: C DER DPR INST PBV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.227626	0.025168	9.044417	0.0000
DER	-0.000145	0.000532	-0.273213	0.7854
DPR	-0.106158	0.045765	-2.319649	0.0228
INST	-0.220677	0.038698	-5.702613	0.0000
PBV	-0.007018	0.003019	-2.325069	0.0225
R-squared	0.358898	Mean dependent var		0.071553
Adjusted R-squared	0.328729	S.D. dependent var		0.076479
S.E. of regression	0.062660	Sum squared resid		0.333738
F-statistic	11.89605	Durbin-Watson stat		2.382284
Prob(F-statistic)	0.000000			

7.2. Hasil Regresi Persamaan Kebijakan Utang

Dependent Variable: DER				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 01:35				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
Instrument list: C MOWN DPR PBV SIZE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.629943	14.76502	-0.178120	0.8591
MOWN	-3.527895	19.63844	-0.179642	0.8579
DPR	-10.03720	9.598248	-1.045732	0.2986
PBV	1.809173	0.602769	3.001439	0.0035
SIZE	0.414063	1.111927	0.372384	0.7105
R-squared	0.123840	Mean dependent var		4.455889
Adjusted R-squared	0.082609	S.D. dependent var		13.31891
S.E. of regression	12.75692	Sum squared resid		13832.82
F-statistic	3.003569	Durbin-Watson stat		1.850019
Prob(F-statistic)	0.022729			

7.3. Hasil Regresi Kebijakan Utang Setelah Penyembuhan Dengan Metode White

Dependent Variable: DER				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 04:00				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
Instrument list: C MOWN DPR PBV SIZE				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.631351	6.311836	-0.416892	0.6778
MOWN	-3.524507	9.392576	-0.375244	0.7084
DPR	-10.03349	4.290293	-2.338650	0.0217
PBV	1.809270	1.895296	0.954611	0.3425
SIZE	0.414106	0.531621	0.778950	0.4382
R-squared	0.123834	Mean dependent var		4.455889
Adjusted R-squared	0.082603	S.D. dependent var		13.31891
S.E. of regression	12.75697	Sum squared resid		13832.92
F-statistic	3.003395	Durbin-Watson stat		1.850041
Prob(F-statistic)	0.022735			

7.4. Hasil Regresi Persamaan Kebijakan Dividen

Dependent Variable: DPR				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 07/13/06 Time: 04:09				
Sample(adjusted): 1 90				
Included observations: 90 after adjusting endpoints				
Instrument list: C MOWN DER ROE PBV				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.004969	2.036667	4.421424	0.0000
MOWN	-36.93633	17.14647	-2.154166	0.0341
DER	-0.071738	0.101063	-0.709835	0.4797
ROE	2.866969	2.837354	1.010438	0.3152
PBV	-0.617504	0.583159	-1.058895	0.2926
R-squared	0.070746	Mean dependent var	5.277778	
Adjusted R-squared	0.027016	S.D. dependent var	11.78461	
S.E. of regression	11.62433	Sum squared resid	11485.64	
F-statistic	1.617794	Durbin-Watson stat	1.795385	
Prob(F-statistic)	0.177218			