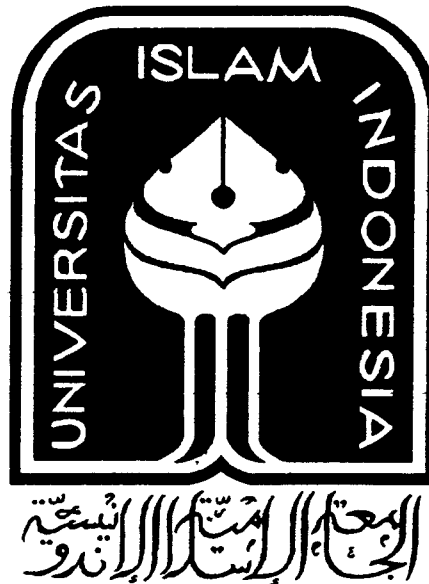


**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH  
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN  
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**



**SKRIPSI**

**Oleh:**

**Nama : Aditya Wikanaji**  
**Nomor Mahasiswa : 01 312 358**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2005**

**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH  
TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN  
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

**SKRIPSI**

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

Oleh:

Nama : Aditya Wikanaji  
Nomor Mahasiswa : 01 312 358

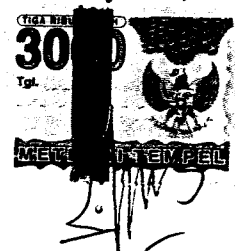
**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2005**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

“Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan di suatu perguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya 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 kemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi sesuai peraturan yang berlaku.”

Yogyakarta, 18 - 11 - 2005

Penyusun,



(Aditya Wikanaji)

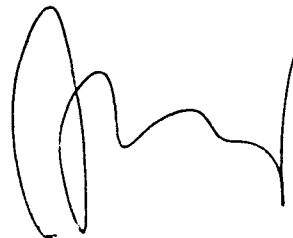
# **FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

Hasil Penelitian

Diajukan oleh:

Nama : Aditya Wikanaji  
Nomor Mahasiswa : 01 312 358  
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing  
Pada tanggal 10 - 11 - '05  
Dosen Pembimbing,



(Abriyani Puspaningsih, Dra, M.Si, Ak)

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

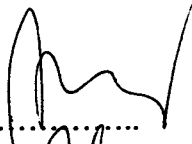
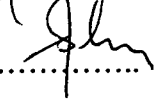
**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG  
DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

**Disusun Oleh: ADITYA WIKANAJI  
Nomor Mahasiswa: 01 312 358**


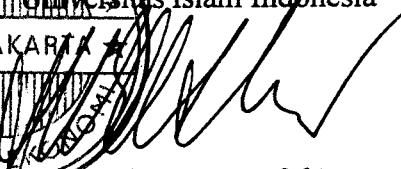
Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan LULUS  
Pada tanggal: 16 Desember 2005

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Abriyani Puspaningsih, M.Si, Ak

Penguji : Dra. Reni Yendrawati, M.Si

  
.....  
  
.....

Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia

  
  
Drs. Suwarsono, MA

## MOTTO

Janganlah kamu berduka cita terhadap apa yang luput dari kamu, dan supaya kamu jangan terlalu gembira terhadap apa yang diberikan-Nya kepadamu. Dan Allah tidak menyukai setiap orang yang sombong lagi membanggakan diri.

(Q.S. Al Hadad: 23)

Sesungguhnya sesudah kesulitan ini pasti ada kemudahan. Maka apabila kamu telah selesai (dari sesuatu urusan), kerjakan dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain.

(Q.S. Alam Nasyrah; 6-7)

Allah SWT. tidak akan membebani seseorang melainkan sesuai dengan kesanggupannya atau kemampuannya.

(Q.S. Al Baqarah; 286)

Dimasa sekarang akan merindukan masa lalu, dimasa sekarang akan menjadi kenangan dimasa yang akan datang.

(Aditya Wikanaji)

## HALAMAN PERSEMBAHAN

*Kupersembahkan Skripsi ini untuk:*

♥ *Papa dan Mama tercinta, terima kasih dan puji syukur Ananda haturkan atas doa, didikan, kasih sayang dan keridhaannya dalam membimbing*

*Ananda.*

♥ *Kakak dan Adik-adikku yang telah memberikan doa dan kasih sayangnya.*

♥ *Seseorang yang kelak akan menemani hidupku dalam suka maupun duka sampai akhir hayat.*

## KATA PENGANTAR



*Assalaamu'alaikum Wr. Wb.*

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat, taufik, hidayah, serta inayahNya sehingga penulis mampu menyelesaikan Skripsi yang berjudul “FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR”. Penyusunan tugas akhir ini adalah sebagai syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Strata 1 Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Penulis menyadari bahwa penulisan Skripsi ini jauh dari sempurna oleh karena itu, penulis membuka ruang selebar-lebarnya untuk kritik dan saran yang bersifat membangun demi kesempurnaan karya ilmiah ini. Mengingat keterbatasan kemampuan penulis dan menyadari sepenuhnya apa yang telah dicapai ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak. Untuk itu penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Drs. Suwarsono MA, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.



2. Ibu Dra. Erna Hidayah, M.Si., Ak., selaku Ketua Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
3. Ibu Prapti Antarwiyati, Dra, M.Si.,Ak., selaku Dosen Pembimbing Akademik.
4. Ibu Abriyani Puspaningsih, Dra., M.Si., Ak., selaku Dosen Pembimbing Skripsi yang telah memberikan petunjuk, saran, bimbingan, dorongan, dan motivasi hingga terselesaikannya skripsi ini.
5. Bapak dan Ibu dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia yang telah memberikan ilmu pengetahuan selama belajar di Fakultas Ekonomi.
6. Bapak petugas perpustakaan MSi UGM, yang penulis tidak tahu namanya terima kasih yang sebesar-besarnya telah mengizinkan masuk untuk mendapatkan ilmu pengetahuan.
7. Papa dan Mama tercinta terima kasih atas semua doa dan nasihatnya serta kesabarannya selama ini.
8. Kakak dan Adik-adikku makasih banyak atas doa dan semua bantuannya.
9. Eyang Putri, kulo nyuwun doa pangestu mugi-mugi sedoyo cita-cita dan cinta... ndang terkabul matur nuwun saestu mbah.
10. Buat Didik, terima kasih banyak yang sudah membantu ku buat menyelesaikan Skripsi ini, tanpa mu apa jadinya, oh ya selamat diterima kerja di BPD.
11. Penulis menyampaikan salam penuh kasih sayang untuk para sahabat; Thanks a lot to my best friend Ferry atas bantuanmu selama ini, dan makasih atas *Flash Disk* nya, teman-teman kursus Toefl di UGM yang tidak bisa penulis

sebut satu persatu, teman-teman kontrakan; Ago, Totok, Imam, Iwan, Andi, Udin, Didik, Minardi “Wiwid”, Rahmat, Bombom, Roni yang telah memberiku tempat untuk berteduh. Kunto “Adhi”, Anton, Lucki, Topix “Tamara”, Topix “Kriting”, Arif, Vavan, Dicky, Ridwan Jauhari, Setiawan “Wawan”, Amar, Teguh, Deni, Untung, Ipung, Robi, Reginaldi, Purwani “Nuniek”, Ratih “Maniez”, Lisa “Icha”, Yola, Dian, Novita “Tata”, Dewi Mirasari, Dhimas, Asep “Henry”, Brahm, Ameilia “Amel” Septi Wulansari, Suci “Cici”, Dianari “Dian” Wahyu Wardani (yang special), Revi, Adhe Irene, Rima, Sangde, Lina, Fitra Meirizki, Laduna, Yuyun “Doraemon”, Ayoe, Rani, Kartika “Ika”, Tya “Imaz”, Ayas, Vina dan semua teman-teman kuliah Angkatan 2005 yang tidak bisa penulis sebut satu persatu, terima kasih atas semua pengalaman yang telah kita lalui bersama walaupun hanya sekejap.

12. Buat teman-teman kelas “D” Angkatan 2001; Maman, Adit, Dani, Pandu, Marta, Riza, Farah “Noni” Zahrani, Ropidin, Hidayat, Indra, Arno, Irnaz, Sisqa, Iwan, Vian, Firman, Diwie, Triana dan yang tidak bisa penulis sebut satu persatu, thanks friends. Selalu kompak dan jangan lupakan hasil kerja kita selama ini dan semoga menjadi Sarjana yang berguna bagi masa depan.
13. Teman-teman KKN Angkatan 29 Unit 82 Maruf, Sri, Elvi Hidayat Abu, Fenti, Dayath, Punky, Rendra, Wulan, Dedi, Budi, dan Zaki, thanks friends.
14. Buat teman-teman yang tidak bisa penulis sebut satu persatu, terimakasih atas doa dan bantuannya selama ini.

15. Buat teman-teman ku dikampung saestu maturnuwun sanget mugi amal panjenengan sedoyo saget katampi wonten ngarsa dalem Gusti Allah SWT.

16. Semua pihak yang terlibat serta telah membantu terselesainya Skripsi ini yang mungkin tidak bisa disebutkan satu-persatu, penulis ucapkan terima kasih.

Sebagai akhir kata, penulis mohon maaf bagi semua pihak atas segala kesalahan baik yang disengaja maupun tidak disengaja yang telah penulis perbuat selama ini, dan semoga amal baik dan bantuan ikhlas yang diberikan kepada penulis mendapatkan balasan yang setimpal dari Allah SWT. Akhirnya penulis berharap agar Skripsi ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

***Wassalaamu'alaikum Wr.Wb.***

Yogyakarta, Desember 2005

Penulis

Aditya Wikanaji

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	i
<b>PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME</b> .....	ii
<b>HALAMAN PENGESAHAN</b> .....	iii
<b>BERITA ACARA SKRIPSI</b> .....	iv
<b>MOTTO</b> .....	v
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN</b> .....	vi
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	vii
<b>DAFTAR ISI</b> .....	xi
<b>DAFTAR TABEL</b> .....	xiv
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b> .....	xv
<b>ABSTRAK</b> .....	xvi
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	1
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah Penelitian .....	6
1.3 Batasan Penelitian .....	7
1.4 Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB II LANDASAN TEORI</b> .....	9

2.1	Posisi Pajak Perusahaan .....	9
2.1.1	Posisi Pajak dan Kebijakan Hutang .....	10
2.1.2	Posisi Pajak dan Kebijakan Dividen .....	11
2.2	<i>Investment Opportunity Set (IOS)</i> .....	12
2.2.1	<i>Investment Opportunity Set</i> dan Kebijakan Hutang .....	14
2.2.2	<i>Investment Opportunity Set</i> dan Kebijakan Dividen .....	18
2.3	Efek <i>Signaling</i> .....	21
2.3.1	Efek <i>Signaling</i> dan Kebijakan Hutang .....	21
2.3.2	Efek <i>Signaling</i> dan Kebijakan Dividen .....	22
2.4	Kajian Teoritis dan Perumusan Hipotesis .....	24
2.4.1	Penelitian-penelitian Sebelumnya .....	24
2.4.2	Perumusan Hipotesis .....	27
2.4.2.1	Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen yang Simultan .....	27
2.4.2.2.	Determinan Persamaan <i>Leverage</i> .....	28
2.4.2.3	Determinan Persamaan Dividen .....	30
<b>BAB III METODE PENELITIAN .....</b>		<b>33</b>
3.1	Populasi dan Sampel Penelitian .....	33
3.2	Sumber dan Jenis Data .....	34
3.3	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel .....	34
3.3.1	<i>Leverage</i> .....	35
3.3.2	Dividen .....	36

3.3.3	Posisi Pajak Perusahaan .....	36
3.3.4	<i>Investment Opportunity Set</i> .....	37
3.3.5	Efek <i>Signaling</i> .....	38
3.3.6	<i>Asset Tangibility</i> .....	39
3.3.7	<i>Size/Ukuran Perusahaan</i> .....	39
3.4	Skematik Kerangka Penelitian .....	40
3.5	Model Pengujian Hipotesis .....	40
3.6	Data Penelitian .....	44
3.6.1	Statistik Deskriptif .....	44
3.6.2	Data Penelitian Lengkap .....	45
 <b>BAB IV ANALISIS DATA</b> .....		50
4.1	Pembahasan.....	50
4.1.1	Persamaan <i>Leverage</i> .....	50
4.1.2	Persamaan Dividen.....	55
 <b>BAB V KESIMPULAN</b> .....		60
5.1	Kesimpulan .....	60
5.2	Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang .....	61
 <b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....		63

## DAFTAR TABEL

### Tabel

2.1	Level Penggunaan Hutang Berdasarkan Konsep IOS.....	17
2.2	<i>Cost Benefit</i> Kebijakan Hutang dan Dividen Berdasarkan Konsep IOS.....	19
3.1	Jumlah Perusahaan Manufaktur yang Menjadi Sampel Penelitian .....	34
3.2	Identifikasi Persamaan Model Simultan .....	42
3.3	Statistik Deskriptif .....	45
3.4	Data Penelitian Lengkap .....	46
4.1	Hasil Regresi 2SLS Persamaan <i>Leverage</i> .....	50
4.2	Hasil Regresi 2SLS Persamaan <i>Dividend</i> .....	55

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1** Daftar Perusahaan Sampel Penelitian
- Lampiran 2** *Descriptive Statistic*
- Lampiran 3** Hasil Regresi OLS Persamaan *Leverage*
- Lampiran 4** Hasil Regresi OLS Persamaan Dividen
- Lampiran 5** Hasil Regresi 2SLS Persamaan *Leverage*
- Lampiran 6** Hasil Regresi 2SLS Persamaan Dividen
- Lampiran 7** Perhitungan *Market Leverage Ratio* (MLR)
- Lampiran 8** Perhitungan *Dividend Payout Ratio* (DPR)
- Lampiran 9** Perhitungan *Non Debt Tax Shield* (NDTS)
- Lampiran 10** Perhitungan *Market to Book Value of Equity* (MBVE)
- Lampiran 11** Perhitungan *Future Abnormal Earning* (FAE)
- Lampiran 12** Perhitungan *Assets Tangibility* (ASTANG)
- Lampiran 13** Perhitungan *Size/Ukuran Perusahaan (Log Sales)*



## ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dengan menggunakan variabel penjelas yaitu: Posisi Pajak Perusahaan, *Investment Opportunity Sets* (IOS), Efek *Signalling*, *Assets Tangibility*, *Size/Ukuran* Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Posisi Pajak Perusahaan, *Investment Opportunity Sets* (IOS), Efek *Signalling*, *Assets Tangibility* terhadap Kebijakan Hutang dan juga untuk mengetahui pengaruh Posisi Pajak Perusahaan, *Investment Opportunity Sets* (IOS), Efek *Signalling*, *Size/Ukuran* Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui adanya Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.

Periode penelitian yang digunakan adalah tahun 2000 sampai dengan tahun 2003, dengan sampel 124 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) metode pengumpulan data dilakukan dengan metode *Pooling Data*, sedangkan untuk pengambilan sampel digunakan metode *Purposive Sampling*.

Sebagai Variabel Dependen digunakan *Dividend Payout Ratio* dan *Market Leverage Ratio*, sedangkan Variabel Kontrol yang digunakan *Non Debt Tax Shield* (NDTS), *Market to Book Values of Equity* (MBVE), *Future Abnormal Earning* (FAE), *Assets Tangibility* (Astang), *Size/Ukuran* Perusahaan (*Log Sales*). Dengan menggunakan metode regresi Linear 2SLS (*Two Stage Least Square*). Hasil yang diperoleh yaitu Variabel *Market Leverage Ratio* dan Variabel *Dividend Payout Ratio* saling mempengaruhi secara signifikan dengan hubungan positif. Variabel kontrol lain yang berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan Hutang adalah *Non Debt Tax Shield* (NDTS), *Market to Book Values of Equity* (MBVE), *Future Abnormal Earning* (FAE), sedangkan yang tidak menunjukkan hasil yang tidak signifikan adalah *Assets Tangibility* (Astang). Selain itu variabel lain yang berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen adalah *Non Debt Tax Shield* (NDTS), *Market to Book Values of Equity* (MBVE), *Future Abnormal Earning* (FAE). Variabel *Size/Ukuran* Perusahaan (*Log Sales*) tidak menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen.

*Keywords: Interdependency, Market Leverage Ratio (MLR), Dividend Payout Ratio (DPR), Non Debt Tax Shield (NDTS), Market to Book Values of Equity (MBVE), Future Abnormal Earning (FAE), Assets Tangibility (ASTANG), Size (Log Sales).*

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Di dalam dunia modern saat ini, seorang manajer memegang kunci kesuksesan suatu perusahaan. Manajer perusahaan dituntut untuk dapat memainkan peranan yang penting dalam kegiatan operasi, pemasaran, dan pembentukan strategi perusahaan secara keseluruhan. Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba perusahaan. Investor yang menginvestasikan dana yang dimilikinya, seperti dalam bentuk saham bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen ataupun *capital gain*. Seiring dengan berkembangnya ilmu pengetahuan dan teknologi, tujuan perusahaan harus mampu menciptakan nilai (*value creation*) bagi pemiliknya. Nilai-nilai tersebut diwujudkan ke dalam harga pasar dari saham biasa perusahaan. Manajemen perusahaan harus berusaha memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (*shareholder*) melalui kewenangan yang diberikan dalam membuat keputusan baik berupa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen.

Dalam melakukan keputusan pendanaan, perusahaan selalu dihadapkan kepada masalah penentuan struktur modal yang optimal. Secara umum struktur modal didefinisikan sebagai bauran antara hutang dan ekuitas dalam struktur pendanaan jangka panjang suatu perusahaan

(Megginson,1997). Pemilihan hutang dan ekuitas menjadi sangat penting artinya, terutama berkaitan dengan distribusi pendapatan perusahaan. Dalam hal ini struktur modal optimal kemudian menimbulkan masalah penentuan berapa tingkat hutang dan dividen yang kemudian berkembang. Namun demikian pada umumnya penelitian-penelitian tersebut menggunakan asumsi bahwa antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen adalah independen atau tidak simultan (Barclay, Smith, dan Watts, 1995).

Dalam perkembangannya asumsi ini kemudian mulai dipertanyakan melalui berbagai studi empirik yang berhasil menemukan simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Dalam hal ini teori keagenan banyak digunakan untuk menjelaskan simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen. (Crutley dan Hansen, 1989) dalam Nuriningsih (2002) melalui penelitiannya menemukan bahwa *managerial ownership*, kebijakan hutang, dan kebijakan dividen merupakan tiga kebijakan simultan yang digunakan untuk mengurangi biaya keagenan. Dalam penelitian tersebut digunakan lima variabel independen yaitu : biaya diversifikasi saham, *volatilitas earning*, risiko bisnis, biaya *advertising* dan *R&D*, serta ukuran perusahaan.

Berbeda dengan penelitian di atas, Barclay *et.al* (1995) berpendapat bahwa simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh tiga faktor, yaitu: posisi pajak perusahaan (Modigliani & Miller, 1963; Miller, 1977; De Angelo dan Masulis, 1988), tingkat kesempatan melakukan investasi atau disebut juga dengan *investment opportunity set (IOS)* (Myers,

1977; Jensen, 1986; Gaver dan Gaver, 1993) dan efek *signalling* (Modigliani dan Miller, 1963). Dengan menggunakan tiga metode analisis regresi yaitu, *pooled regression*, *cross section*, dan *fixed affect regression*, untuk masing-masing persamaan hutang dan persamaan dividen Barclay *et.al* (1995) menemukan bahwa posisi pajak, *investment opportunity set* (IOS), dan efek *signalling* memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang maupun kebijakan dividen.

Pertimbangan mengenai pajak di dalam menentukan besarnya tingkat hutang dan dividen, diawali oleh proposisi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (MM) yaitu *irrelevant theory*. Di dalam proposisinya MM mengasumsikan tidak ada pajak, baik pajak perusahaan maupun pajak individual. Akibatnya besarnya jumlah hutang tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Namun dalam kenyataannya, ada pajak perusahaan dan pajak individual (Modigliani *et.al*, 1963; Miller, 1977). Dalam hal ini bunga hutang dapat mengurangi pajak perusahaan (*interest-tax shield*), sehingga nilai perusahaan akan semakin tinggi sejalan dengan naiknya jumlah hutang yang digunakan. Kondisi ini mengakibatkan perusahaan lebih suka menggunakan hutang. Disisi lain keuntungan yang dibayarkan kepada investor sebagai dividen akan dikenai pajak individual yang nilainya lebih tinggi dibandingkan dengan pajak pada *capital gain*, sehingga menyebabkan perusahaan harus membayar rendah dividennya dan menggunakan ekuitas sebagai sumber pendanaan daripada hutang.

Selain *interest-tax shield*, *non-debt tax shield* juga ikut mempengaruhi kebijakan hutang dan kebijakan dividen (De Angelo *et. al*, 1980). Dalam hal ini perusahaan yang mendapatkan fasilitas perpajakan bukan melalui hutang, akan menggunakan tingkat hutang yang rendah.

Simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen juga ditentukan oleh *investment opportunity set (IOS)* yang dimiliki oleh perusahaan. Konsep mengenai IOS pertama kali diungkapkan oleh Myers (1977). Dalam konsep ini dikatakan bahwa perusahaan pada dasarnya merupakan kombinasi antara *assets in place* yang sifatnya *tangible*, dan *future investment option* atau *growth option* yang sifatnya *intangible*. *Future investment option* mencerminkan kesempatan investasi saat ini (melalui pilihan proyek-proyek dengan *NPV* positif), yang akan menghasilkan keuntungan di masa depan. Peluang perusahaan untuk bertumbuh akan sangat tergantung pada pilihan untuk menjalankan proyek-proyek dengan *NPV* positif atau tidak (*managerial discretion*). Perusahaan pada tahap pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), pada umumnya memiliki kesempatan melakukan investasi yang besar dibandingkan dengan perusahaan pada tahap *slow growth* atau *mature*. Namun demikian, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi biasanya tidak memiliki cukup aktiva atau *assets in place* yang dapat dipakai sebagai jaminan apabila perusahaan harus menggunakan hutang sebagai pendanaan bagi proyek-proyek dengan *NPV* positif. Kondisi tersebut selanjutnya berdampak pada kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan.

Perusahaan dengan karakteristik *high growth* cenderung menggunakan hutang dan membayar dividen yang rendah, sebaliknya perusahaan *slow growth* menggunakan hutang dan membayar dividen yang tinggi (Long *et.al*, 1985). Jensen (1986) mengatakan bahwa adanya *problem free cash flow*, menyebabkan perusahaan *slow growth* menggunakan hutang yang tinggi. Dalam hal ini hutang dipakai sebagai jaminan (*bonding*) kepada investor bahwa, *free cash flow* akan dibayarkan sebagai dividen yang semakin meningkat. Pendapat ini sekaligus membuktikan bahwa pada dasarnya kebijakan hutang dan kebijakan dividen adalah simultan. Simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen melalui sudut pandang IOS juga telah dilakukan oleh Gaver *et.al*, (1993).

Faktor ketiga yang mempengaruhi simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen menurut Barclay *et.al*, (1995) adalah efek *signalling*. Pada dasarnya efek *signalling* terjadi karena adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor. Manajer mempunyai informasi yang lebih baik mengenai masa depan perusahaan dibandingkan dengan investor. Akibatnya investor cenderung membuat persepsi yang berbeda dengan manajer mengenai laba perusahaan dimasa mendatang. Kondisi tersebut kemudian dicerminkan dengan adanya reaksi pasar (ditunjukkan oleh perubahan harga saham) pada saat perusahaan mengumumkan perubahan kebijakan struktur modal dan kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian di atas maka penelitian ini akan menggunakan kerangka pemikiran Barclay *et.al*, (1995) untuk menguji ada tidaknya simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Perbedaan penelitian ini selain lokasi di Indonesia adalah metode analisis simultan yang digunakan adalah *two stage least square (2SLS)* untuk mengetahui adanya simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah dividen dan *leverage*. Variabel dependen dividen tidak hanya ditentukan oleh variabel *leverage*, tetapi beberapa dari variabel dependen *leverage* juga ditentukan oleh variabel dividen (Gujarati, 1999).

Faktor pajak, IOS dan efek *signalling* yang berfungsi sebagai variabel kontrol analisis simultan yang akan digunakan, variabel *asset tangibility* dan *size* perusahaan merupakan variabel kontrol lain yang akan ditambahkan pada masing-masing persamaan yaitu persamaan hutang dan persamaan dividen. Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk memperkuat hasil analisis dan memenuhi persyaratan identifikasi persamaan simultan 2 SLS.

## **1.2. Rumusan Masalah Penelitian**

Sesuai dengan latar belakang masalah yang diuraikan sebelumnya maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah ada simultanitas antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen?
2. Apakah kebijakan hutang dipengaruhi oleh posisi pajak, IOS, efek *signalling* dan *assets tangibility*?

3. Apakah kebijakan dividen dipengaruhi oleh posisi pajak, IOS, efek *signalling* dan *size* perusahaan?

### 1.3. Batasan Penelitian

Populasi di dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan bergerak di dalam industri manufaktur. Pemilihan populasi tersebut berdasarkan pertimbangan bahwa perusahaan dalam kategori industri yang sama, memiliki karakteristik kebijakan pendanaan yang sama, sehingga dapat dihindari hasil penelitian yang bias. Kriteria penentuan *sampling* secara *purposive* ini, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang disesuaikan dengan kriteria-kriteria tertentu, dalam hal ini sampel bersifat non probabilita.

### 1.4. Tujuan dan Manfaat Penelitian

#### 1.4.1. Tujuan Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan:

- Untuk mengetahui adanya simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
- Untuk mengetahui pengaruh posisi pajak perusahaan, IOS, efek *signalling* dan *assets tangibility* terhadap kebijakan hutang.
- Untuk mengetahui pengaruh posisi pajak perusahaan, IOS, efek *signalling* dan *size* perusahaan terhadap kebijakan dividen.



#### 1.4.2. Manfaat Penelitian

Dalam penelitian ini penulis berharap agar hasil penelitian ini dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

- Dapat meningkatkan eksistensi teori mengenai posisi pajak perusahaan, IOS, dan efek *signalling* terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
- Dapat memperkuat hasil penelitian sebelumnya atas adanya pengaruh posisi pajak perusahaan, IOS dan efek *signalling* terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
- Dapat memperjelas pemahaman mengenai teori posisi pajak perusahaan, IOS, dan efek *signalling* terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen.

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### 2.1. Posisi Pajak Perusahaan

Pertimbangan mengenai pajak di dalam menentukan besarnya tingkat hutang dan dividen diawali oleh proposisi yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1958) yaitu *irrelevant theory*. MM melalui teori ini mengatakan bahwa nilai perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen maupun kebijakan hutang yang telah dibagikan oleh perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh kebijakan investasi, yaitu suatu kebijakan yang hanya akan mempengaruhi sisi kiri neraca atau aktiva. Dalam hal ini nilai perusahaan akan ditentukan pada jenis aktiva apa yang digunakan baik itu *intangible* maupun *tangible*, guna mendukung kelancaran operasi perusahaan. Salah satu asumsi yang digunakan untuk mendukung pendapat ini adalah tidak adanya pajak baik itu pajak individual maupun pajak perusahaan.

Di dalam prakteknya, asumsi diatas tidak relevan. Terdapat dua alasan yang menyebabkan asumsi ini tidak berlaku. Pertama karena dalam kenyataannya terdapat pajak yang ditetapkan atas penghasilan baik pada individual maupun perusahaan. Kedua, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dalam prakteknya sangat berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan pajak menjadi salah satu faktor penentu dua kebijakan tersebut.

### 2.1.1. Posisi Pajak dan Kebijakan Hutang

Modigliani *et, al* (1963) setelah mempertimbangkan unsur pajak perusahaan dapat dikurangi melalui penggunaan hutang. Kondisi ini terjadi karena bunga hutang dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi pajak penghasilan (*interest tax shield*) yang harus dibayar oleh perusahaan. Modigliani *et, al* (1963) kemudian berpendapat bahwa adanya *interest tax shield* mengakibatkan perusahaan cenderung menggunakan hutang yang tinggi.

Berkaitan dengan pajak penghasilan maka beberapa perusahaan memperoleh keuntungan pajak penghasilan melalui peraturan-peraturan khusus seperti misalnya, penghitungan kompensasi pajak akibat kerugian (*tax loss carry forward*) dan pengurangan pajak bukan berasal dari hutang atau *investment tax credit* (De Angelo, *et, al*, 1980). Selain kompensasi pajak akibat kerugian dan pengurangan pajak bukan berasal dari hutang (*non-debt tax shield*) juga dapat diperoleh melalui depresiasi (Bradley *et. al*, 1989; Noronha *et. al*, 1996).

Beberapa penelitian telah menemukan pengaruh *non-debt tax shield* terhadap level penggunaan hutang, dengan hasil bervariasi. Sebagai contoh Scott (1976 dalam Noronha *et. al*, 1996) menemukan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap hutang. Scott (1976 dalam Noronha *et. al*, 1996) berargumen bahwa, tingginya biaya depresiasi (yang merupakan proksi untuk *non-debt tax shield*) menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *assets in*

*place* atau *aktiva tangible* yang besar untuk dijadikan jaminan hutang. Sehingga pada umumnya perusahaan dengan biaya depresiasi yang tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Berbeda dengan Scott (1976 dalam Noronha *et. al*, 1996), McKie Mason (1990) menemukan pengaruh negatif antara *non-debt tax shield* terhadap penggunaan hutang. Dalam penelitian ini *zero-tax status* diberikan kepada perusahaan. Dampaknya adalah perusahaan akan menggunakan hutang dalam jumlah yang kecil, karena tanpa bunga hutang perusahaan bebas dari kewajiban membayar pajak. Sejalan dengan McKie Mason (1990), De Angelo *et, al* (1980) menduga bahwa semakin tinggi keuntungan yang berasal dari *non-debt tax shield*, maka keuntungan yang diperoleh dari *debt tax shield* akan semakin menurun. Kecenderungan ini mengakibatkan perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang kecil.

### **2.1.2. Posisi Pajak dan Kebijakan Dividen**

Berbeda dengan *tax shield* pada level perusahaan, pada tingkat penghasilan individual *tax shield* tidak berlaku. Miller (1977) mengemukakan bahwa investor diharuskan membayar pajak individual atas penghasilannya yang berupa dividen. Kondisi tersebut kemudian akan mengakibatkan pemilihan atas hutang maupun ekuitas didalam struktur modal menjadi sangat penting, terutama berkaitan dengan distribusi pendapatan perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, Barclay *et, al* (1995) berpendapat bahwa, penambahan jumlah hutang disisi perusahaan akan berdampak pada

menurunnya tingkat pajak, namun demikian hal ini mengabaikan posisi investor. Kondisi ini terjadi karena penggunaan hutang sebagai pendanaan mengakibatkan perusahaan tidak lagi menahan laba untuk kepentingan investasi, tetapi membagikan seluruh laba tersebut sebagai dividen. Dampaknya adalah meningkatnya *equity income* berupa dividen, dan mengharuskan investor untuk membayar pajak individual yang semakin tinggi. Bagi perusahaan, kondisi ini mengakibatkan pembayaran dividen menjadi mahal (*costly*) karena investor akan menuntut return yang tinggi terhadap saham sebagai *trade off* atas kenaikan pajak individual tersebut.

Selanjutnya Miller (1977) mengatakan bahwa *equity income* yang diinvestasikan kembali kedalam perusahaan, untuk kemudian mendapatkan *capital gain* yang dikenai pajak lebih rendah dibandingkan pajak pada dividen. Chang *et. al*, (1990) melalui penelitian empiriknya menemukan bahwa pajak individual mempengaruhi kebijakan hutang dan kebijakan dividen secara simultan. Dalam hal ini pajak dividen yang lebih tinggi dibandingkan pajak pada *capital gain*, mengharuskan perusahaan membayar rendah dividennya dan menggunakan ekuitas sebagai sumber pendanaan daripada hutang.

## 2.2. *Investment Opportunity Set (IOS)*.

Asumsi bahwa penggunaan hutang dapat digunakan sebagai *tax shield* pada dasarnya mengandung *trade off* dengan risiko kebangkrutan (*bankruptcy*

*cost*). Dalam hal ini setiap tambahan subsidi pajak diharapkan mampu mengimbangi risiko kebangkrutan yang dihadapi oleh perusahaan. Pertimbangan penggunaan hutang untuk mengimbangi risiko kebangkrutan muncul mengingat risiko ini akan berdampak pada kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi (*investment opportunity*) atau kesempatan untuk bertumbuh (*growth option*). Dalam suatu kasus kebangkrutan misalnya, perusahaan yang dinyatakan bangkrut akan mendapat pengawasan pihak eksternal, terutama di dalam pengambilan keputusan investasi yang dianggap berisiko. Investasi yang memerlukan hutang tinggi dan sebagian besar aktiva perusahaan tidak dapat dipakai sebagai jaminan hutang maka investasi ini akan ditolak. Dampaknya adalah hilangnya proyek yang bernilai tinggi dan kesempatan untuk bertumbuh di masa depan (Barclay *et. al*, 1995).

Berdasarkan hal tersebut maka Myers (1977) mengemukakan suatu konsep mengenai *investment opportunity set* (IOS). Dalam konsep ini dikatakan bahwa perusahaan pada dasarnya merupakan kombinasi *assets in place* yang sifatnya *tangible* dengan *investment opportunity* atau *growth option* yang bersifat *intangible*. Keduanya akan sangat menentukan keputusan pendanaan dimasa depan. Perusahaan dengan kesempatan investasi (*investment opportunity*) yang besar, memiliki alternatif-alternatif investasi dengan *net present value* (NPV) positif. Nilai perusahaan akan sangat ditentukan oleh pemanfaatan peluang investasi tersebut. Kondisi ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi merupakan suatu pilihan bagi manajer (*managerial*

*discretion*) untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan akan memiliki peluang untuk bertumbuh apabila investasi yang dipilih pada saat ini dapat memberikan keuntungan dimasa depan.

### 2.2.1. *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Hutang.

Kebijakan pendanaan sehubungan dengan kesempatan investasi, pada umumnya merupakan hasil negosiasi terhadap problem *underinvestment* dan *overinvestment*. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi biasanya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi (*high growth*), aktif melakukan kegiatan investasi, memiliki *free cash flow* dan *assets in place* yang rendah (Jensen, 1986). Dalam kondisi ini perusahaan potensial memiliki problem *underinvestment*. *Underinvestment* akan muncul apabila perusahaan menghadapi kesempatan berinvestasi pada proyek NPV positif, yang mensyaratkan penggunaan hutang dalam jumlah besar, tanpa jaminan pembayaran hutang yang mencukupi (*free cash flow*, dan *assets in place* yang rendah). Apabila perusahaan tidak mampu merealisasikan investasi seperti yang diharapkan (misalnya target penjualan yang tidak tercapai) maka perusahaan harus mencari tambahan dana untuk melanjutkan proyek atau memilih untuk meninggalkan proyek.

Apabila perusahaan menerbitkan saham baru sebagai alternatif pendanaan, maka perusahaan justru akan menghadapi sejumlah risiko. Penerbitan saham baru tersebut akan menyebabkan konflik atau perseteruan antara kreditur dengan pemegang saham baru (*new shareholders*). Dari sisi

keuntungan digunakan untuk melunasi hutang, tetapi dari sisi *new shareholder* keuntungan yang diperoleh harus dibagikan sebagai dividen. Kondisi ini mengakibatkan penerbitan saham baru menjadi mahal, karena *shareholder* akan menuntut *return* yang tinggi atas saham perusahaan dan adanya *asymmetric information* yang justru mengakibatkan turunnya harga saham. Pada akhirnya perusahaan akan beranggapan bahwa, baik hutang maupun penerbitan saham baru akan memerlukan biaya yang mahal (*costly*). Dampaknya adalah perusahaan dalam posisi *underinvestment* akan memilih untuk meninggalkan proyek yang menguntungkan dan kehilangan kesempatan untuk bertumbuh. *Underinvestment problem* kemudian memprediksikan bahwa untuk dapat mempertahankan pertumbuhannya (dengan tetap melaksanakan investasi yang menguntungkan), perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan dana *internal yaitu retained earning* sebagai alternatif pendanaan. Kondisi ini kemudian akan mengakibatkan perusahaan akan menggunakan sedikit hutang.

Berbeda dengan *underinvestment problem*, perusahaan dengan *investment opportunity* yang kecil memiliki kecenderungan untuk *overinvest* (*overinvestment problem*). Perusahaan dengan *overinvestment problem* pada umumnya adalah perusahaan yang berada pada tahap *mature* dengan tingkat pertumbuhan yang lambat (*slow growth*) serta memiliki *assets in place* dan *free cash flow* yang tinggi. Jensen (1986) berpendapat bahwa adanya kelebihan modal (*free cash flow*) pada perusahaan *slow growth* menjadi



penyebab masalah munculnya masalah *overinvestment*. Kelebihan modal ini dianggap tidak menguntungkan apabila diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan, sehingga manajer cenderung menginvestasikan dana tersebut pada proyek lain. Dalam kondisi ini problem yang muncul adalah adanya konflik antara manajer dengan *shareholder*.

Dari sudut pandang kepentingan manajer, penggunaan *free cash flow* untuk investasi berkaitan dengan kesempatan bertumbuh diatas *optimal size* dan kompensasi yang diterima manajer sebagai akibat dari pertumbuhan tersebut. Pembayaran *free cash flow* sebagai dividen dianggap menghambat pencapaian tujuan ini. Dari sudut pandang *shareholder*, *free cash flow* harus dibayarkan sebagai dividen yang semakin meningkat. Tuntutan investor tersebut muncul karena kecenderungan manajer untuk menginvestasikan *free cash flow* pada proyek-proyek yang merugikan investor (NPV negatif). Untuk mengurangi konflik tersebut maka hutang digunakan sebagai pendanaan sekaligus sebagai jaminan (*bonding*) bahwa *free cash flow* akan dibayarkan sebagai dividen. Disamping itu penggunaan hutang akan menempatkan perusahaan dan manajer dalam pengawasan pihak eksternal, sehingga dapat mencegah kecenderungan untuk berinvestasi pada proyek merugikan. Selain besarnya *assets in place* yang dapat dipakai sebagai jaminan, memungkinkan perusahaan mengambil kebijakan hutang yang tinggi.

Long *et, al* (1995) melalui sebuah studi empirik mencoba membuktikan pengaruh *assets in place* dan *investment opportunity* terhadap

kebijakan pendanaan perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa *assets in place* dan *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan penentuan tingkat hutang. Dalam penelitian tersebut Long *et, al* (1995) melakukan perbandingan terhadap lima industri dengan tingkat hutang tertinggi, dan lima industri dengan tingkat hutang terendah. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa industri dengan *investment opportunity* yang tinggi (ditunjukkan dengan R&D dan biaya *advertising* yang tinggi) memiliki hutang yang kecil dibandingkan dengan industri yang memiliki R&D dan biaya *advertising* yang rendah. Berbagai level penggunaan hutang sebagai akibat adanya problem *underinvestment* dan *overinvestment* digambarkan oleh Barclay, Marx, dan Smith (2001) pada tabel 2.1

Tabel 2.1

**Level Penggunaan Hutang Berdasarkan Konsep *Investment Opportunity***

***Set.***

	<i>Growth opportunities</i>	<i>Asset in Place</i>
<i>Cost of Debt (Under Investment)</i>	High	Low
<i>Benefit of Debt (Free Cash Flow)</i>	Low	High
<i>Optimal Leverage</i>	Low	High

Sumber: Barclay, M.J., Marx, L.M., dan Smith, C.W., 2001. *The joint determination of leverage and maturity. Working paper, 9-10*

### 2.2.2. *Investment Opportunity Set* dan Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi juga berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi (yang tercermin melalui banyaknya kesempatan untuk berinvestasi) mensyaratkan perusahaan memiliki dana yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Holder, Langrerhr dan Hexter (1998) melalui studi empiris menemukan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu *retained earning* untuk membiayai pertumbuhannya.

Sebagai akibatnya perusahaan akan membayarkan dividen yang kecil. Lebih lanjut Holder *et, al* (1998) menyatakan bahwa pemilihan *retained earning* sebagai pendanaan merupakan upaya untuk menghindari biaya transaksi yang muncul apabila perusahaan harus menggunakan dana eksternal. Pendapat Holder *et, al* (1998) tersebut didukung oleh Adedeji (1998) yang menyatakan bahwa besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor. Dalam hal ini perusahaan cenderung membayar dividen dalam jumlah yang kecil, sebagai upaya meningkatkan jumlah *internal equity* yang akan dipakai untuk membiayai pertumbuhan. Pendapat Holder *et, al* (1998) dan Adedeji (1998) mendukung teori *pecking order*, yang menyatakan perusahaan cenderung menggunakan *internal equity* untuk membiayai investasi dibandingkan dengan dana eksternal. Namun demikian apabila

diperlukan dana eksternal, maka perusahaan akan menggunakan dana yang mengandung resiko paling kecil. Dalam hal ini hutang akan lebih dipilih sebelum akhirnya menerbitkan saham baru (Myers dan Majluf, 1984).

Simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen berkaitan dengan *investment opportunity* dibuktikan oleh Gaver *et, al* (1993). Didalam penelitian tersebut ditemukan bahwa *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang, kebijakan dividen, dan kompensasi manajerial. Penelitian tersebut membuktikan bahwa perusahaan dalam tahap sedang bertumbuh (*high growth*) menggunakan tingkat hutang dan dividen yang rendah.

Berdasarkan uraian diatas Barclay *et, al* (1995) membuat kesimpulan mengenai *cost* dan *benefit* untuk setiap kebijakan hutang dan kebijakan dividen berdasarkan teori yang melandasinya sebagai berikut.

Tabel 2.2

**Cost dan Benefit Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Berdasarkan Konsep IOS**

	<i>Investment Opportunity Spectrum</i>	
	← <i>Asset in Place</i>	→ <i>Growth Option</i>
<i>Cost of Debt (Underinvestment)</i>	Low	High
<i>Benefit of Debt (Free Cash Flow)</i>	High	Low
<i>Predicted Leverage</i>	High	Low
<i>Cost of Dividends (Flotation Cost)</i>	Low	High
<i>Benefit of Dividend (Free Cash Flow)</i>	High	Low
<i>Predicted of Dividends Yield</i>	High	Low

Sumber: Barclay, M.J., Smith, C.W., dan Watts, R.L. 1995. *The Determinant of Corporate Leverage and Dividend Policies. The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice*, (214-229).

Melalui tabel tersebut dapat diketahui bahwa semakin tinggi *assets in place* atau aktiva *tangible* (ditunjukkan dengan anak panah yang semakin ke kiri) yang dimiliki perusahaan, maka biaya penggunaan hutang semakin murah. Kondisi tersebut disebabkan karena penggunaan hutang tidak menimbulkan problem *underinvestment* dan sifat *assets in place* yang dapat dipakai sebagai jaminan hutang. Berdasarkan hal tersebut maka, perusahaan dengan *assets in place* tinggi diprediksi penggunaan hutang yang tinggi. Sebaliknya semakin tinggi kesempatan investasi atau *growth option* (ditunjukkan melalui arah anak panah yang semakin ke kanan), biaya penggunaan hutang akan semakin mahal. Kondisi ini disebabkan karena sifat *growth option* yang *intangible* sehingga tidak dapat digunakan sebagai jaminan pembayaran hutang dan tingginya *problem underinvestment*. Selanjutnya perusahaan dengan *growth option* yang tinggi diprediksi menggunakan hutang yang rendah.

Pada tabel tersebut juga dapat diketahui dampak IOS spectrum terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *assets in place* maka, pembayaran dividen dianggap menguntungkan. Hal tersebut terjadi karena dividen dapat mengurangi konflik terhadap adanya *free cash flow*. Berdasarkan hal tersebut maka, perusahaan dengan *assets in place* tinggi diprediksi membayar dividen yang tinggi. Sebaliknya pembayaran dividen pada perusahaan dengan *growth option* tinggi dianggap mahal karena tidak tersedianya dana internal yang cukup untuk membayar dividen. Selain itu tingginya biaya transaksi (apabila

harus menggunakan dana eksternal) mengakibatkan perusahaan cenderung membayar dividen dalam jumlah kecil.

### **2.3. Efek *Signaling***

Pada dasarnya efek *signaling* terjadi karena adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor. Dalam hal ini manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai masa depan perusahaan dibandingkan dengan investor. Dampaknya adalah investor cenderung membuat persepsi yang berbeda dengan manajer mengenai laba perusahaan di masa yang akan datang. *Asymmetric information* kemudian dicerminkan dengan reaksi pasar pada saat perusahaan mengumumkan perubahan struktur modalnya, yang ditunjukkan melalui harga saham.

#### **2.3.1. Efek *Signaling* dan Kebijakan Hutang**

Pengumuman untuk menggunakan hutang lebih besar misalnya, mencerminkan optimisme manajer mengenai peningkatan pendapatan (*earning*) perusahaan di masa yang akan datang. Artinya perusahaan yakin dapat memenuhi kewajiban membayar hutangnya. Barclay *et, al* (1995) menggunakan istilah *high quality firm* atau *undervalued firm*, untuk perusahaan yang mengalami peningkatan pendapatan dimasa depan. Kepastian terhadap peningkatan pendapatan berdampak pada reaksi positif pasar, yang ditunjukkan dengan meningkatnya harga saham.

Barclay *et, al* (1995) lebih lanjut mengemukakan, disamping optimisme terhadap peningkatan pendapatan, penggunaan hutang oleh *high quality firm* juga disebabkan karena hutang tidak sensitif terhadap *mispricing* dimasa depan sehingga tidak akan berdampak besar terhadap *volatilitas* harga saham. Smith (1986) melalui sebuah studi empirik menemukan bahwa harga saham naik rata-rata 14%, untuk pengumuman penggunaan hutang sebagai pengganti saham preferen. Sebaliknya harga saham menurun rata-rata 9,9% untuk pengumuman penggunaan saham sebagai pengganti hutang, dan menurun rata-rata 7,7% untuk pengumuman penggunaan saham preferen sebagai pengganti hutang.

### 2.3.2. Efek *Signaling* dan Kebijakan Dividen

Efek *signaling* juga dapat dipakai untuk menjelaskan kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Dividen berdasarkan teori *signalling* perusahaan sebagai alat informasi positif dari manajer. Dalam hal ini manajer mengetahui prospek perusahaan lebih baik dibandingkan dengan pemegang saham. Pengumuman kenaikan dividen misalnya, mencerminkan optimisme manajer mengenai pendapatan perusahaan dimasa mendatang. Konsekuensi kebijakan ini adalah, apabila terjadi kegagalan dalam pembayaran dividen, (bahkan apabila perusahaan harus melakukan *dividen cut*), akan ditanggapi pasar dengan turunnya harga saham. Berdasarkan penjelasan tersebut maka, hanya perusahaan dengan profitabilitas tinggi atau perusahaan dalam kondisi *high quality (undervalued)* yang mampu membayar dividen tinggi.

Efek *signalling* juga telah dibuktikan oleh (Kale *et, al*, 1990) dalam Soetjipto (1997). Di dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa perusahaan dengan prediksi aliran kas yang stabil dan pendapatan yang cenderung meningkat akan membayarkan dividen yang tinggi. Perusahaan dengan *dividend payout* yang tinggi memiliki probabilitas yang tinggi untuk menerbitkan saham baru dan mengeluarkan biaya *underwriting*. (Venkatesh, 1989) dalam Suhartono (2004) melalui penelitiannya terhadap pengumuman dividen dan pengumuman *earning* menemukan bahwa, harga saham bereaksi cukup besar pada saat pengumuman *earning* dilakukan sebelum pengumuman dividen. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa *volatilitas earning* cukup tinggi sebelum pengumuman dividen. Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka disimpulkan bahwa investor menganggap pengumuman dividen sebagai suatu mekanisme penyampaian informasi paling efektif terhadap *earning* perusahaan. Efek *signalling* juga dibuktikan oleh Koch *et, al* (1999). Melalui penelitian tersebut ditemukan bahwa kebijakan hutang dan kebijakan dividen saling berinteraksi, untuk menyediakan informasi yang signifikan mengenai laba perusahaan dimasa depan. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa efek *signalling* sangat kuat pengaruhnya terhadap perusahaan dalam kondisi *underinvestment* maupun *overinvestment*.



## 2.4. Kajian Teoritis dan Perumusan Hipotesis

### 2.4.1. Penelitian-penelitian Sebelumnya

- **Penelitian Barclay (1995)**

Barclay *et, al* (1995) berpendapat bahwa simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh tiga faktor, yaitu : posisi pajak, *investment opportunity sets*, dan efek *signalling*. Dengan menggunakan 3 metode analisis regresi yaitu *pooled regression*, *cross section*, dan *fixed affect regression*, untuk masing-masing persamaan *leverage* dan persamaan *dividend*. Barclay *et, al* (1995) menemukan bahwa posisi pajak, *IOS*, dan efek *signalling* mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang maupun kebijakan dividen.

- **Penelitian Scott (1976)**

Sebagai contoh Scott (1976 dalam Noronha *et, al* 1996) menemukan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap hutang. Scott (1976 dalam Noronha *et. al*, 1996) beragumen bahwa, tingginya biaya depresiasi (yang merupakan proksi untuk *non-debt tax shield*) menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *assets in place* atau *aktiva tangible* yang besar untuk dijadikan jaminan hutang. Sehingga pada umumnya perusahaan dengan biaya depresiasi yang tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar.

- **Penelitian McKie Mason (1990)**

McKie Mason (1990) menemukan pengaruh negatif antara *non-debt tax shield* terhadap penggunaan hutang. Dalam penelitian ini *zero-tax status* diberikan kepada perusahaan. Dampaknya adalah perusahaan akan menggunakan hutang dalam jumlah kecil, karena tanpa bunga hutang perusahaan bebas dari kewajiban membayar pajak.

- **Penelitian Long *et.al* (1995)**

Long *et, al* (1995) melalui sebuah studi empirik mencoba membuktikan pengaruh *assets in place* dan *investment opportunity* terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa *assets in place* dan *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan penentuan tingkat hutang.

- **Penelitian Adedeji (1998)**

Adedeji (1998) yang menyatakan bahwa besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan kepada investor. Dalam hal ini perusahaan cenderung membayar dividen dalam jumlah yang kecil, sebagai upaya meningkatkan jumlah *internal equity* yang akan dipakai untuk membiayai pertumbuhan.

- **Penelitian Gaver *et, al* (1993)**

Didalam penelitian tersebut ditemukan bahwa *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang, kebijakan dividen, dan kompensasi manajerial. Penelitian tersebut membuktikan bahwa perusahaan dalam tahap

sedang bertumbuh (*high growth*) menggunakan tingkat hutang dan dividen yang rendah.

- **Penelitian Suhartono (2002)**

Di dalam penelitian ini menguji keterkaitan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang secara simultan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan variabel dependen dividen dan variabel dependen hutang, sedangkan variabel independen risiko pasar, *net organizational capital*, *earning volatility*, *growth*, dan *profitability*. Didalam penelitian tersebut ditemukan adanya simultanitas kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dengan arah hubungan positif. Secara bersama-sama variabel kontrol mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap kebijakan hutang maupun kebijakan dividen (terkecuali variabel *net organizational capital* dan *growth* pada persamaan hutang).

- **Penelitian Koch *et,al* (1999)**

Melalui penelitian tersebut ditemukan bahwa kebijakan hutang dan kebijakan dividen saling berinteraksi, untuk menyediakan informasi yang signifikan mengenai laba perusahaan dimasa depan. Penelitian tersebut juga menemukan bahwa efek *signaling* sangat kuat pengaruhnya terhadap perusahaan dalam kondisi *underinvestment* maupun *overinvestment*.

Pembahasan mengenai pengaruh posisi pajak, *investment opportunity*, dan efek *signalling* terhadap kebijakan hutang dan kebijakan dividen diatas dapat digambarkan kedalam suatu persamaan sebagai berikut:

**Leverage** =

$$\alpha_{10} + \alpha_{11}(\text{posisi pajak}) + \alpha_{12}(\text{IOS}) + \alpha_{13}(\text{efek signalling}) + \alpha_{14}(\text{dividend})$$

**Dividend** =

$$\alpha_{20} + \alpha_{21}(\text{posisi pajak}) + \alpha_{22}(\text{IOS}) + \alpha_{23}(\text{efek signalling}) + \alpha_{24}(\text{leverage})$$

Apabila  $\alpha_{11}$  dan  $\alpha_{21}$  menurunkan penggunaan hutang dan pembayaran dividen (dan sebaliknya),  $\alpha_{12}$  dan  $\alpha_{22}$  menurunkan penggunaan penggunaan hutang dan pembayaran dividen (dan sebaliknya), dan apabila  $\alpha_{13}$  dan  $\alpha_{23}$  menurunkan penggunaan hutang dan pembayaran dividen (dan sebaliknya), maka implikasinya adalah  $\alpha_{14}$  dan  $\alpha_{24}$  memiliki arah hubungan positif.

## 2.4.2. Perumusan Hipotesis

### 2.4.2.1. Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen yang Simultan

Berdasarkan uraian mengenai posisi pajak perusahaan, *investment opportunity set (IOS)* dan efek *signalling*, serta kesimpulan *cost* dan *benefit* untuk masing-masing kebijakan, maka hipotesa pertama yang dikembangkan adalah:

**Ha<sub>1</sub> : Terdapat simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen.**

## 2.4.2.2. Determinan Persamaan *Leverage*.

### 2.4.2.2.1. Posisi Pajak Perusahaan.

Adanya bunga hutang yang dapat mengurangi beban pajak (*tax shield*), mengakibatkan perusahaan cenderung menggunakan tingkat hutang yang tinggi. Sebaliknya fasilitas pajak yang bukan berasal dari hutang (*non-debt tax shield*) akan berpengaruh terhadap penggunaan hutang secara negatif. Kondisi tersebut sejalan dengan proporsi De Angelo *et, al* (1980) dan didukung oleh McKie Mason (1990), yang mengatakan bahwa semakin tinggi tambahan keuntungan yang berasal dari *non debt tax shield* maka keuntungan yang diperoleh dari *debt tax shield* akan semakin menurun. Penelitian ini selanjutnya akan difokuskan pada ada tidaknya *non-debt tax shield* yang dinikmati perusahaan, untuk mengetahui tingkat penggunaan hutang dan pembayaran dividen. Hipotesis yang dikembangkan adalah:

**Ha<sub>2</sub> : Posisi Pajak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

### 2.4.2.2.2. *Investment Opportunity Set*.

Perusahaan dengan *investment opportunity* yang besar, pada umumnya memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi dan potensial memiliki *underinvestment*. Berdasarkan kondisi ini kemudian diprediksi bahwa perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi cenderung menggunakan dana internal yaitu *retained earning* sebagai alternatif pendanaan. Akibatnya perusahaan akan menggunakan sedikit hutang

untuk meningkatkan pertumbuhannya. Sebaliknya perusahaan dengan kesempatan investasi yang kecil dengan tingkat pertumbuhan yang rendah akan menggunakan hutang dalam jumlah besar. Hipotesis yang akan dikembangkan adalah :

**Ha<sub>3</sub> : *Investment opportunity* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

#### **2.4.2.2.3. Efek *Signalling*.**

Pengumuman perubahan struktur modal, baik itu pengumuman perubahan proporsi hutang maupun saham yang akan digunakan, memberi signal tertentu bagi pemegang saham. Dalam hal ini pengumuman penggunaan hutang sebagai pendanaan mencerminkan optimisme manajer terhadap laba perusahaan di masa datang dan kemampuan membayar hutang. Dampak pengumuman penerbitan hutang ditanggapi investor sebagai signal positif untuk prospek perusahaan di masa depan. Berdasarkan hal tersebut maka, perusahaan *high quality* (dengan prediksi pendapatan positif di masa datang) akan menggunakan tingkat hutang dalam jumlah besar dibandingkan dengan perusahaan *low quality*. Hipotesis yang dikembangkan adalah :

**Ha<sub>4</sub> : Efek *signaling* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

#### **2.4.2.2.4. *Assets Tangibility*.**

*Debt provider* atau kreditur pada dasarnya menginginkan jaminan terhadap dana yang dipinjamkannya. Perusahaan dengan aktiva yang dapat

dipakai sebagai jaminan untuk membayar hutang (*collateral assets*) cenderung menggunakan hutang dalam jumlah besar (Titman dan Wessels, 1984) dalam Yuniningsih (2002). Disamping itu perusahaan dengan *collateral assets* tidak sensitive terhadap risiko kebangkrutan, sehingga mendapat kepercayaan perusahaan dari kreditur. Hubungan yang positif antara *tangibility* dengan tingkat hutang telah dibuktikan antara lain oleh Barclay, Jarre H, dan Kim (1984). Berdasarkan hal tersebut hipotesis yang akan dirumuskan adalah :

**Ha<sub>5</sub> : *Assets tangibility* berpengaruh terhadap kebijakan hutang.**

### **2.4.2.3. Determinan Persamaan Dividen.**

#### **2.4.2.3.1. Posisi Pajak Perusahaan**

Penggunaan hutang sebagai pendanaan mengakibatkan perusahaan tidak lagi menahan laba untuk kepentingan investasi, tetapi membagikan seluruh laba tersebut sebagai dividen. Akibatnya investor harus menanggung pajak individual yang tinggi atas pembagian dividen tersebut. Dampaknya investor akan menuntut *return* yang tinggi terhadap saham perusahaan sebagai *trade off* atas pajak yang harus ditanggung. Hal ini kemudian mengakibatkan pembayaran dividen menjadi mahal, sehingga perusahaan cenderung membayar dividen yang rendah. Disamping itu adanya pajak dan *capital gain* yang rendah mengakibatkan investor lebih suka dividen dibagikan dalam jumlah kecil. *Non-debt tax*

*shield* juga mengakibatkan perusahaan menggunakan hutang yang rendah, sebagai akibat *retained earning* digunakan untuk mendanai investasi. Hal ini akan berdampak pada pembayaran dividen yang rendah. Berdasarkan hal tersebut kerangka hipotesis yang akan dikembangkan adalah:

**Ha<sub>6</sub> : Posisi Pajak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.**

#### **2.4.2.3.2. *Investment Opportunity Set.***

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi (yang tercermin melalui banyaknya kesempatan berinvestasi) mensyaratkan perusahaan untuk memiliki dana yang cukup besar untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Perusahaan kemudian cenderung menggunakan dana internal, yaitu *retained earning* untuk membiayai pertumbuhannya, dengan pertimbangan bahwa penggunaan dana eksternal memerlukan biaya transaksi yang besar sebagai akibat perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah. Hipotesis yang akan dikembangkan adalah :

**Ha<sub>7</sub> : *Investment opportunity* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.**

#### **2.4.2.3.3. *Efek Signalling.***

Pengumuman kenaikan dividen mencerminkan optimisme manajer mengenai keuntungan perusahaan dimasa mendatang. Sebagai konsekuensinya perusahaan harus dapat mempertahankan kenaikan pembayaran dividen tersebut. Kegagalan kebijakan ini akan ditanggapi pasar dengan turunnya harga saham. Berdasarkan penjelasan tersebut,



hanya perusahaan dengan profitabilitas tinggi atau perusahaan dalam kondisi *high quality (undervalued)* yang mampu membayar dividen tinggi. Hipotesis yang akan dikembangkan berdasarkan kerangka pemikiran diatas adalah ;

**Ha<sub>8</sub> : Efek *signalling* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.**

#### **2.4.2.3.4. *Size/Ukuran Perusahaan***

Perusahaan besar akan mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dan dapat mengakses ke pasar modal dengan lebih mudah jika dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Perusahaan yang dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal akan mampu mendapatkan dana dalam waktu yang relatif cepat. Oleh karena itu, perusahaan dengan ukuran lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Chang dan Rhee (1990 dan Adedeji (1998) yang diacu oleh Florentina (2001) menemukan bahwa *size* atau ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hipotesis yang akan dirumuskan berdasarkan penjelasan diatas adalah sebagai berikut:

**Ha<sub>9</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.**

## BAB III METODE PENELITIAN

### 3.1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan populasi tersebut berdasarkan pertimbangan bahwa perusahaan dalam kategori industri yang sama, memiliki karakteristik kebijakan pendanaan yang sama, sehingga dapat dihindari hasil penelitian yang bias. Periode waktu penelitian yang diambil adalah dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2003. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode pengambilan sampel yang disesuaikan dengan kriteria-kriteria tertentu, dalam hal ini sampel bersifat *non* probabilita. Beberapa kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel ini adalah :

- a. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di BEJ selama periode penelitian.
- b. Perusahaan tersebut harus tetap ada selama periode penelitian, yaitu tahun 2000 sampai dengan tahun 2003.
- c. Perusahaan tersebut memiliki laporan keuangan dan membayar dividen secara kontinyu, selama periode penelitian.

Berdasarkan kriteria diatas, maka melalui metode *pooled* data diperoleh sampel sebanyak 124 perusahaan, dengan perincian sebagai berikut : thn 2000

diperoleh 32 perusahaan, thn 2001 diperoleh 32 perusahaan, thn 2002 diperoleh 32 perusahaan, thn 2003 diperoleh 28 perusahaan.

Tabel 3.1

**Jumlah Perusahaan Manufaktur yang Menjadi Sampel Penelitian**

<b>Tahun</b>	<b>Perusahaan</b>
2000	32
2001	32
2002	32
2003	28
<b>Jumlah</b>	<b>124 Perusahaan</b>

**3.2. Sumber dan Jenis Data.**

Sumber data berasal dari data sekunder yaitu : *Indonesian Capital Market Directory* 2000-2003, data mengenai fasilitas perpajakan yang dikeluarkan oleh Direktorat Jenderal Pajak Pusat, serta publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini. Data yang digunakan adalah laporan keuangan, laporan laba rugi setiap perusahaan sampel dan daftar perusahaan penerima fasilitas perpajakan.

**3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.**

Berdasarkan permasalahan penelitian dan pengembangan hipotesis, maka variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

### 3.3.1. *Leverage.*

Variabel dependen yang pertama adalah kebijakan hutang, atau besarnya tingkat penggunaan hutang di dalam perusahaan. Dalam hal ini, tingkat penggunaan hutang dihitung dengan menggunakan pendekatan nilai pasar hutang (*market leverage ratio*), yaitu perbandingan antara nilai buku total hutang dengan nilai pasar perusahaan

Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa kecenderungan penggunaan hutang pada umumnya didasarkan pada besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateralizable assets*). Nilai buku hutang hanya dapat menunjukkan nilai *collateralizable assets* pada masa lalu (nilai histories), sedangkan nilai pasar hutang mampu menjelaskan prospek nilai *collateralizable assets* di masa depan. Rasio nilai pasar membantu investor untuk melihat nilai perusahaan pada masa lalu dan masa depan. Dalam hal ini nilai pasar juga mengindikasikan kestabilan arus kas dan kemampuan membayar hutang di masa depan, *Market leverage ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Market Leverage Ratio} = \frac{\text{book value of total debt}}{\text{market value of the firm}}$$

Nilai pasar perusahaan dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Market value of firm} = \text{total debt} + \left[ \left( \frac{\text{EAT}}{\text{EPS}} \right) \times \text{closing price} \right]$$

### 3.3.2. Dividen.

Variabel dependen kedua yang digunakan dalam penelitian ini adalah besarnya dividen yang dibagikan kepada investor. Dalam hal ini dividen dihitung dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR). Besarnya DPR diukur dengan pembagi antara *dividend pershare* dengan *earning pershare*. Perumusan DPR adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{dividend pershare}}{\text{earning pershare}}$$

### 3.3.3. Posisi Pajak Perusahaan.

Dalam penelitian ini, *non-debt tax shield* akan diukur dengan menggunakan variabel *dummy*. Kriteria yang akan digunakan adalah angka 1 untuk perusahaan yang memperoleh fasilitas pajak dari pemerintah, baik itu fasilitas berdasarkan lokasi maupun berdasarkan jenis industri (apapun bentuknya: keringanan, penundaan, maupun pembebasan), dan angka 0 untuk perusahaan yang tidak mendapatkan fasilitas pajak. Dalam hal ini peraturan fasilitas perpajakan yang digunakan sebagai pedoman pemberian variabel *dummy* adalah:

- a. PP No. 45 Tahun 1996 dan KEPPRES No.7. thn 1999, tentang fasilitas pajak untuk jenis usaha tertentu.
- b. Surat Edaran Dirjen Pajak No. 272 Tahun 1998, tentang perbaikan PP No. 45 Tahun 1996.

- c. KMK No.19/KMK.04/1994, diikuti SE-31/PJ.52/Juli 1995, SE-58/PJ.52/Des 1995 dan SE-72/PJ.52/ April 1996, tentang fasilitas PPN ditanggung pemerintah bagi impor emas batangan dan pabrikan emas batangan pada industri emas.
- d. KMK No.855/KMK.01/1993 dan KMK No.293/KMK.01/1994, tentang pemberian fasilitas perpajakan bagi industri atau usaha yang berada di kawasan Entrepot Produksi untuk Tujuan Ekspor (EPTE).
- e. PP No.3 Tahun 1996 dan KMK No.291/KMK.05/1997, tentang fasilitas perpajakan bagi industri atau usaha yang berada di Kawasan Berikat.

Berdasarkan peraturan-peraturan perpajakan tersebut maka variabel *dummy* 1 diberikan kepada perusahaan dengan jenis industri *textile, apparel and other textile products, electronic and office equipment, stone, clay, glass, and concrete product*, dan *automotive and allied products*, yang terdaftar di BEJ. Selanjutnya variabel ini akan dilambangkan dengan NDTs.

#### **3.3.4. Investment Opportunity Set.**

Besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan mencerminkan potensi tingkat pertumbuhan dimasa depan, sehingga kesempatan investasi akan diukur dengan tingkat pertumbuhan di masa depan. Dalam hal ini nilai *investment opportunity* atau *growth option* dapat dihitung dengan kombinasi berbagai jenis proksi yang menunjukkan nilai *assets in place* (berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas) dengan nilai *investment opportunity* (berupa nilai perusahaan). *Market to book value* mampu

mencerminkan potensi nilai perusahaan di masa depan. Berdasarkan hal tersebut maka, penelitian ini akan menggunakan *market to book value of equity* sebagai proksi bagi *investment opportunity*. Adapun *market to book value of equity* (MBVE) dirumuskan sebagai berikut:

$$MBVE = \frac{\left[ \frac{EAT}{EPS} \right] \times \text{Closing price}}{\text{Common equity}}$$

### 3.3.5. Efek *Signaling*.

Teori *signaling* mengatakan bahwa, *efek signaling* menunjukkan kualitas (*quality*) perusahaan di masa depan. Signal positif diberikan oleh perusahaan dengan prediksi pendapatan positif (*high quality*). Sebaliknya perusahaan *low quality* akan memberikan sinyal negatif (prediksi pendapatan negatif). Perusahaan *high quality* akan menggunakan hutang dan dividen dalam jumlah yang besar. Alat prediksi yang tepat untuk mengukur kualitas perusahaan baik itu *low* maupun *high* adalah dengan melihat kecenderungan perubahan *earning* di masa depan. Dalam hal ini perusahaan dianggap *high quality* apabila memiliki kenaikan *earning* pada tahun berikutnya. Untuk mengukur efek *signaling* yang menunjukkan kualitas perusahaan digunakan *future abnormal earning*. Adapun *future abnormal earning* (FAE) dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$FAE = \frac{EPS(t+1) - EPS(t)}{\text{closing price}(t)}$$

### 3.3.6. *Asset Tangibility.*

Perusahaan akan menggunakan hutang dalam jumlah besar apabila memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai jaminan. Besarnya aktiva yang dapat dipakai sebagai jaminan tercermin melalui nilai buku *fixed assets* yang dimiliki perusahaan. *Fixed assets* dapat memberikan gambaran mengenai besarnya jaminan untuk melunasi hutang, sedangkan *intangible assets* kurang mampu menjelaskan besarnya jaminan terhadap hutang (korelasi negatif). Berdasarkan hal tersebut maka, *assets tangibility* akan diukur dengan rasio antara nilai buku *fixed assets* dengan total aktiva:

$$\text{Assets Tangibility} = \frac{\text{book value of total fixed assets}}{\text{total assets}}$$

### 3.3.7. *Ukuran perusahaan (size).*

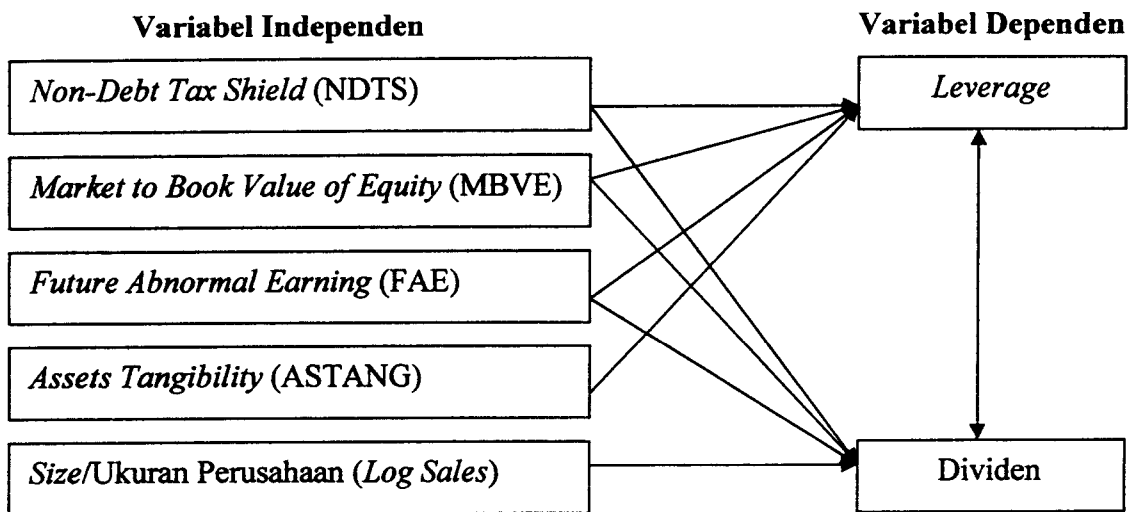
Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat untuk menilai suatu perusahaan dalam pemberian hutang oleh kreditur. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah untuk mengumpulkan dana dalam waktu singkat dan dalam jumlah yang semakin besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Variabel ini diukur dengan menggunakan natural *log of sales*. Proksi tersebut digunakan sebagai salah satu ukuran untuk melihat besar kecilnya perusahaan.



### 3.4. Skematik Kerangka Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan pengembangan hipotesis, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:

Gambar. 1.  
Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen



### 3.5. Model Pengujian Hipotesis

Untuk menjelaskan hubungan antar variabel dan untuk menguji hipotesis yang telah dikembangkan maka penelitian ini akan menggunakan model persamaan simultan *two stage least square* (2SLS) dengan bantuan program SPSS versi 10.0. Secara matematis persamaan leverage dan persamaan dividen dirumuskan sebagai berikut:

$$Leverage = \alpha_{10} + \alpha_{11}Dividen + \alpha_{12}NDTS + \alpha_{13}MBVE + \alpha_{14}FAE + \alpha_{15}TANG + \varepsilon_1$$

$$Dividen = \alpha_{20} + \alpha_{21}Leverage + \alpha_{22}NDTS + \alpha_{23}MBVE + \alpha_{24}FAE + \alpha_{25}SIZE + \varepsilon_2$$

Berdasarkan 2 persamaan diatas, dapat dilihat bahwa variabel dividen selain menjadi variabel dependen (disebut juga variabel endogen) juga menjadi variabel independen (eksogen) pada persamaan *leverage*. Sedangkan variabel *leverage* selain menjadi variabel endogen juga menjadi variabel eksogen pada persamaan dividen. Kondisi tersebut mencerminkan bahwa antara *leverage* dengan dividen saling mempengaruhi dan terjadi simultan. Gujarati, (1999) mengatakan bahwa dalam persamaan simultan sangat besar kemungkinan variabel endogen berkorelasi dengan *error term*, dalam hal ini variabel *leverage* berkorelasi dengan  $\varepsilon_2$ , dan variabel dividen berkorelasi dengan  $\varepsilon_1$ . Dengan kondisi tersebut maka analisis dengan menggunakan regresi biasa (OLS) sangat potensial untuk menghasilkan taksiran yang bias dan tidak konsisten. Selanjutnya dikatakan bahwa metode 2 SLS lebih tepat digunakan untuk analisis simultan, mengingat dalam analisis ini semua variabel diperhitungkan sebagai suatu sistem secara menyeluruh.

Sebelum memasuki tahap analisis 2SLS, setiap persamaan harus memenuhi persyaratan identifikasi. Suatu persamaan dikatakan *identified* hanya jika persamaan tersebut dinyatakan dalam bentuk statistik unik, dan menghasilkan taksiran parameter yang unik (Sumodiningrat, 2001). Berdasarkan hal ini Gujarati, (1999) mengatakan bahwa untuk memenuhi syarat tersebut maka suatu variabel pada persamaan satu harus tidak konsisten dengan persamaan lain. Dalam hal ini identifikasi persamaan dapat dilakukan dengan

memasukkan atau menambah, atau mengeluarkan beberapa variabel eksogen (atau endogen) ke dalam persamaan (Sumodiningrat, 2001). Kondisi *identified* dibagi menjadi dua yaitu: *exactly identified* dan *over identified*. Penentuan kondisi *exactly identified* maupun *over identified* dilakukan dengan rumus sebagai berikut:

$K - k < m - 1$  : disebut *under identification*

$K - k = m - 1$  : disebut *exact identification*

$K - k > m - 1$  : disebut *over identification*

dimana,

$K$  = jumlah variabel eksogen *predetermined* dalam model

$k$  = jumlah variabel eksogen *predetermined* dalam persamaan

$m$  = jumlah variabel endoge dalam persamaan.

Berdasarkan kriteria diatas maka identifikasi persamaan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2

**Identifikasi Persamaan Model Simultan**

<b>Persamaan</b>	<b>K</b>	<b>k</b>	<b>m</b>	<b>Identifikasi</b>
<i>Leverage</i>	5	4	2	<i>Exactly Identified</i>
<i>Dividend</i>	5	4	2	<i>Exactly Identified</i>

Hasil identifikasi persamaan *leverage* dan *dividen* menunjukkan bahwa masing-masing persamaan *exactly identified*. Kondisi ini memenuhi persyaratan

identifikasi persamaan simultan 2SLS. Sumodiningrat (2001) mengatakan bahwa untuk persamaan dalam kondisi *exactly identified* dapat digunakan *Indirect Least Square* (ILS). Namun demikian metode ILS dan 2SLS dalam kondisi *exactly identified* akan menghasilkan taksiran yang sama. Berdasarkan hal ini maka penelitian ini akan menggunakan metode 2SLS.

Dalam analisis simultan 2SLS, ada dua tahap yang harus dilakukan, tahap pertama dilakukan analisis regresi OLS untuk setiap persamaan, dengan tujuan menghilangkan korelasi antara variabel endogen dengan *error term*. Pada tahap ini akan dihasilkan nilai *predicted* masing-masing persamaan. Nilai *predicted* dalam hal ini berfungsi sebagai variabel instrumental, yaitu suatu variabel yang menjelaskan variabel endogen sedemikian rupa sehingga menyerupai variabel endogen yang asli namun tidak berkorelasi dengan *error term* (Gujarati, 1999). Tahap pertama analisis 2SLS dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

**Tahap 1:**

$$Leverage = \alpha_{10} + \alpha_{11}Dividend + \alpha_{12}NDTS + \alpha_{13}MBVE + \alpha_{14}FAE + \alpha_{15}TANG + \mu_1$$

$$Leverage = Leverage^* + \mu_1$$

*Leverage\** merupakan taksiran (*predicted*) nilai leverage atas semua variabel eksogen, yang menunjukkan bahwa *leverage\** tidak berkorelasi dengan *error term*. Koefisien  $\mu_1$  pada persamaan tersebut menunjukkan residual OLS.

Prosedur yang sama juga dilakukan terhadap persamaan dividen sebagai berikut:

$$Dividend = \alpha_{20} + \alpha_{21}Leverage + \alpha_{22}NDTS + \alpha_{23}MBVE + \alpha_{24}FAE + \alpha_{25}SIZE + \mu_2$$

$$Dividend = Dividend^* + \mu_2$$

$Dividend^*$  merupakan taksiran (*predicted*) nilai dividen atas semua variabel eksogen, yang menunjukkan bahwa  $dividend^*$  tidak berkorelasi dengan *error term*. Koefisien  $\mu_2$  pada persamaan tersebut menunjukkan residual OLS.

## Tahap II

Tahap kedua analisis 2SLS adalah melakukan regresi pada masing-masing persamaan dengan menggunakan variabel *leverage* dan *dividend* dengan nilai *predicted*-nya. Persamaan *leverage* dan *dividend* akan berubah menjadi:

$$Leverage = \alpha_{10} + \alpha_{11}Dividend^* + \alpha_{12}NDTS + \alpha_{13}MBVE + \alpha_{14}FAE + \alpha_{15}TANG + \mu_1^*$$

$$Dividend = \alpha_{20} + \alpha_{21}Leverage^* + \alpha_{22}NDTS + \alpha_{23}MBVE + \alpha_{24}FAE + \alpha_{25}SIZE + \mu_2^*$$

## 3.6. Data Penelitian

### 3.6.1. Statistik Deskriptif

Pada dasarnya statistik deskriptif memberikan gambaran tentang sampel yang meliputi : jumlah sampel, nilai minimum dan maksimum, jumlah total, nilai rata-rata dan standard deviasi. Statistik deskriptif penelitian ini disajikan dalam tabel sebagai berikut:

Tabel 3.3

**Descriptive Statistics**

Descriptive Statistics						
	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
LEVERAGE	124	.009973755643	.94661325336	49.450921347	.39879775279810	.23668254331634
DPR	124	.0006	1.6017	43.6695	.352173	.2796421
NDTS	124	0	1	32	.26	.439
MBVE	124	.060822683684	28.481102922	243.77551015	1.965931533471	3.3982234574898
FAE	124	-2.6150000000	21.178947368	41.648073549	.33587156088018	2.5285637976731
ASTANG	124	.065679457885	.74058947797	39.206085085	.31617810552305	.14900156023417
LOGSALES	124	4.75938073780	7.3643141043	723.03998247	5.8309676005823	.62564807133794
Valid N (listwise)	124					

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa jumlah data yang valid adalah 124 perusahaan-tahun (firm-year) selama periode penelitian tahun 2000 sampai dengan 2003. Variabel endogen dividen mempunyai nilai minimum sebesar 0,0006 nilai maximum 1,6017, jumlah total sebesar 43,6695 nilai rata-rata sebesar 0,352173 dan standar deviasi sebesar 0,279642. Variabel endogen *leverage* memiliki nilai minimum sebesar 0,009973755643, nilai maksimum sebesar 0,946613253359, jumlah total 49,450921347, nilai rata-rata sebesar 0,39879775279810 dan standard deviasi sebesar 0,23668254331634.

Selanjutnya variabel eksogen *non-debt tax shield* mempunyai nilai minimum sebesar 0, nilai maksimum sebesar 1, jumlah total 32, nilai rata-rata sebesar 0,26 dan standar deviasi 0,44. Variabel *market-to-book value of equity* mempunyai nilai minimum sebesar 0,060822683684, nilai maksimum sebesar 28,481102922, jumlah total 243,77551015 nilai rata-rata sebesar 1,965931533471 ,dan standar deviasi

sebesar 3,398223457490. Sedangkan variabel eksogen *future abnormal earning* mempunyai nilai minimum sebesar -2,61500000, nilai maksimum sebesar 21,1789473549 jumlah total 41,648073549 nilai rata-rata sebesar 0,33587156088018 dan standar deviasi 2,528563797673. Variabel *tangibility* mempunyai nilai minimum sebesar 0,065679457885 nilai maksimum sebesar 0,740589477970 jumlah total 39,206085085 nilai rata-rata sebesar 0,31617810552305 dan standar deviasi sebesar 0,14900156023417. Untuk variabel *size* perusahaan mempunyai nilai minimum sebesar 4,75938073780 nilai maksimum 7,36431410426 jumlah total 723,03998247 nilai rata-rata 5,8309676005823 dan standar deviasi 0,6256480713379.

### 3.6.2. Data Penelitian Lengkap

Pada tabel di bawah ini menunjukkan mengenai hasil perhitungan setiap variable seperti : *LEVERAGE, DPR, NDTs, MBVE, FAE, ASTANG, LOG SALES* berdasarkan masing-masing perusahaan.

Tabel 3.4

#### Data Penelitian Lengkap

NO	LEVERAGE	DPR	NDTS	MBVE	FAE	ASTANG	LOGSALES
1	0.54102839	0.1711	0	1.48896378	0.05185714	0.54646089	5.89963012
2	0.58812414	0.1397	0	0.54641917	0.08608108	0.43118927	5.48582502
3	0.1951514	0.1879	0	5.15569314	0.00105263	0.23417606	5.77371625
4	0.57379906	0.051	0	2.30596526	0.01419355	0.41450612	7.16567745
5	0.23369896	0.1837	0	3.33065417	0.02808824	0.5877073	5.75581466
6	0.35057964	0.402	0	2.09241053	0.06983471	0.23694038	5.8536897
7	0.15910331	0.4289	0	4.09256648	-0.00623077	0.1551424	7.25455895
8	0.04141608	1.6017	0	28.48110292	0.00020134	0.22857129	7.14818651
9	0.91471387	0.4615	1	0.63611873	0.03058824	0.22333336	5.69957152
10	0.17223219	0.1952	1	1.14571872	-0.06095238	0.4590136	5.33279988

11	0.17253338	0.2986	1	1.09902476	-0.06285714	0.14735728	5.58697305
12	0.41246962	0.1795	1	2.18578757	0.03153846	0.19456056	5.45935931
13	0.34469666	0.7288	1	1.27469455	0.00090164	0.22929697	5.6098419
14	0.29304345	0.3621	0	0.6842599	-0.09043478	0.0818572	4.89852224
15	0.31639968	0.5503	0	0.71495074	-0.00285714	0.19837668	4.90495345
16	0.29672447	0.2521	0	0.55668757	-0.03407407	0.36398548	5.00168613
17	0.4868731	0.4395	0	0.72819238	0.1804878	0.27649324	5.32565931
18	0.56669243	0.4	0	1.15370822	-0.00741379	0.64422702	6.66831154
19	0.89814136	0.2072	0	0.68546903	0.24814815	0.06567946	6.01699826
20	0.60168285	0.3995	0	0.46989621	-0.14761905	0.34422232	5.07069528
21	0.10710884	0.2729	0	0.73313626	-0.22829268	0.16786578	5.78950527
22	0.5174115	0.0335	0	1.01512696	-2.322	0.33599523	5.81199435
23	0.36325694	0.244	0	1.40361693	-0.0172043	0.12881948	6.05657443
24	0.02129537	1.152	1	7.3573422	0.00170213	0.43141261	5.18637708
25	0.38663869	0.1101	1	0.9795841	-0.10366667	0.41512886	5.77308838
26	0.78769366	0.0011	1	0.68076574	-0.11891892	0.107019	5.68942252
27	0.31443316	0.2508	1	1.78562279	-0.0085	0.47235282	5.75211762
28	0.39538229	0.3921	0	3.05965274	0.02727273	0.13289001	5.88287957
29	0.21326029	0.1941	0	1.31350157	-0.02243902	0.18411988	6.25169418
30	0.1692117	0.4413	0	1.8730336	-0.0137931	0.51588815	5.72233195
31	0.25977636	0.5104	0	0.6340959	0.03407407	0.17677443	5.35836512
32	0.07990113	0.6474	0	6.68909944	0.00768	0.22451131	6.77906311
33	0.43083742	0.1713	0	2.79371125	0.03928571	0.56309519	5.89963012
34	0.4244674	0.1436	0	0.4741673	0.00197368	0.46421808	5.48582502
35	0.23494401	0.1896	0	3.32744363	0.03354839	0.26065224	5.77371625
36	0.62342868	0.3067	0	1.59718138	0.0064	0.41820135	7.16567745
37	0.33794716	0.8261	0	1.51562816	-0.06504762	0.50198832	5.75581466
38	0.44037775	0.4655	0	1.03271512	0.01190476	0.24500264	5.8536897
39	0.23982033	0.2765	0	2.02985889	0	0.16299411	7.25455895
40	0.26907714	0.1178	0	3.46536012	0.0496875	0.20515462	7.14818651
41	0.90423913	0.2242	1	0.58940151	-0.0547619	0.30119416	5.69957152
42	0.5722288	0.2122	1	1.19233987	-0.02736842	0.15196054	5.45935931
43	0.30843823	0.3072	1	1.28409979	-0.083	0.24874727	5.6098419
44	0.66652555	0.2469	0	0.47849257	-0.15833333	0.23958045	6.0168316
45	0.34830227	0.5339	0	3.27329446	0.11428571	0.43103315	6.27421999
46	0.29724325	0.2918	0	0.45471744	-0.1625	0.07912991	4.89852224
47	0.39653404	0.6735	0	0.43137065	0.01333333	0.19455703	4.90495345
48	0.30328186	0.2858	0	0.36583199	-0.36049383	0.33554727	5.00168613
49	0.67097023	0.1512	0	1.00572102	0.148	0.52569027	6.0887812
50	0.61055984	0.4519	0	0.58272386	0.08979592	0.55543698	5.58392501
51	0.63185248	0.5	0	1.0322827	-0.01490909	0.52549328	6.66831154
52	0.87830851	0.0947	0	0.82083965	0.02275	0.13839168	6.01699826
53	0.16765051	0.2724	0	0.57182179	-0.00848485	0.17559409	5.78950527
54	0.57381104	0.4575	0	1.05083015	0.22634146	0.31735764	5.81199435



55	0.48524059	0.2058	0	0.77661197	-0.6	0.13318227	6.05657443
56	0.00997376	0.9275	1	1.26567201	-0.00266667	0.42233806	5.18637708
57	0.39533302	0.4196	1	0.77650014	0.02346939	0.46442726	5.77308838
58	0.77923551	0.007	1	0.76505325	-0.03571429	0.20648856	5.68942252
59	0.33496723	0.4278	1	1.41452839	-0.03055556	0.50555778	5.75211762
60	0.47151659	0.302	0	2.04201909	0.0826087	0.14344138	5.88287957
61	0.13027159	0.3177	0	1.84462262	-0.08066667	0.09096608	5.35039147
62	0.21188149	0.568	0	1.15150966	-0.00030769	0.16962964	6.25169418
63	0.25592023	0.7474	0	0.53680672	-0.2336	0.17721528	5.35836512
64	0.07100284	0.3011	0	7.22127825	0.00733945	0.25234851	6.77906311
65	0.39035464	0.1712	0	2.23565623	-0.00818667	0.631174	6.00940797
66	0.35641081	0.1429	0	0.96034149	-0.05097561	0.42289915	5.44347734
67	0.21063843	0.1896	0	0.11013544	-0.00333333	0.26849059	5.85444572
68	0.67421601	0.3274	0	19.79128199	-0.03666667	0.37120402	7.21659563
69	0.24900653	0.7672	0	1.43216205	0.00890909	0.51979732	5.73431488
70	0.33077988	0.1117	0	0.06082268	-0.11653631	0.22955746	5.87148829
71	0.26456605	0.2766	0	3.06952106	-0.01554217	0.24591614	7.32095768
72	0.94661325	0.2291	1	0.26559438	-2.615	0.3037991	5.56086628
73	0.30505459	0.0714	1	1.03034657	-0.0975	0.15927551	5.47729204
74	0.23806839	0.3091	1	0.4915769	-0.06373333	0.25874182	5.61387141
75	0.78308584	0.2005	0	0.17805387	-0.08333333	0.31436928	6.04674404
76	0.67227641	1.2824	0	4.7421323	-0.03333333	0.40664716	6.18776854
77	0.36135451	0.4751	0	0.57180113	-0.15454545	0.14576765	4.76568345
78	0.30367613	0.5369	0	0.16092204	-0.086	0.21433962	4.87765349
79	0.35090593	0.3402	0	0.06477599	0.06545455	0.32237596	4.92926562
80	0.57393114	0.147	0	1.80892755	-0.07471698	0.60651082	6.11202958
81	0.44729734	0.3873	0	0.8066677	0.02705882	0.55521766	5.64954417
82	0.87280264	0.1622	0	0.29884101	0.06857143	0.39500186	4.75938074
83	0.26043683	0.3066	0	0.41336835	0.01733333	0.14657824	4.92186848
84	0.93301208	0.0872	0	0.30401834	-0.39666667	0.19893689	5.97913984
85	0.61971534	0.0014	1	2.53585273	-0.13636364	0.59443084	5.61773822
86	0.46176169	0.1676	0	0.82929789	-0.21853659	0.38636082	5.73524509
87	0.73040306	0.2321	0	0.21531785	0.17142857	0.46048521	5.44965424
88	0.04955578	0.866	1	3.13423511	0.00666667	0.37856323	5.10860561
89	0.42748836	0.0025	1	1.00328007	-0.05	0.1855945	6.314603
90	0.39531164	0.4046	1	0.66410926	-0.00183908	0.44157278	5.75069889
91	0.87415688	0.0034	1	0.37342559	0.05316456	0.2666817	5.70575598
92	0.09346191	0.0006	0	1.50085178	0.0587	0.17100896	5.3442311
93	0.17473093	0.5691	0	1.30376011	0.00339394	0.191002	6.29213086
94	0.18315023	0.4027	0	0.77210173	0.01933333	0.47472943	5.76548079
95	0.25094858	0.7534	0	0.6386992	-0.06388889	0.19097647	5.40308104
96	0.07166533	0.39	0	6.87599558	-0.0610989	0.24105124	6.84603888
97	0.28643093	0.1696	0	2.32354946	0.04698745	0.59414258	6.03230521
98	0.33894568	0.1469	0	0.42632559	0.14413793	0.35891023	5.48093494

99	0.21681177	0.1968	0	2.49768589	-0.00108108	0.27467914	5.90052552
100	0.59786135	0.4381	0	1.84263111	0.22625	0.38056088	7.25215918
101	0.24152906	0.7805	0	2.51304317	0.01971875	0.50811587	5.75039421
102	0.19578942	0.3139	0	2.38420946	0.04125	0.28470164	7.3643141
103	0.18047214	0.3838	1	3.48689404	0.03150838	0.20980316	7.16658181
104	0.20631487	0.3298	1	2.03341135	11.98961039	0.16124034	5.42197391
105	0.28714504	0.2171	1	1.15693834	-0.1912766	0.23111731	5.61045255
106	0.79189582	0.204	0	0.54567818	21.17894737	0.30939503	6.09983355
107	0.55212578	0.2995	0	1.36199442	-0.04752333	0.41123754	6.32618568
108	0.20606126	0.103	0	0.8541163	-0.03157895	0.21070284	4.91314601
109	0.32094808	0.4213	0	0.35256245	1.43	0.27770387	5.1680789
110	0.42220305	0.2126	0	0.99965859	0.09999494	0.74058948	6.13270081
111	0.80241362	0.1404	0	0.41524086	0.49963636	0.37037145	4.81362101
112	0.27094475	0.373	0	0.42801804	-0.53176471	0.12864473	4.94446787
113	0.91629211	0.2307	0	0.34965693	-0.19681818	0.22824569	6.00875981
114	0.65628511	0.0031	1	1.72494226	-0.16069462	0.56461652	5.67193982
115	0.58851514	0.4744	0	0.81031672	0.30536585	0.35452504	5.81122166
116	0.56604595	0.1818	0	1.00120035	-0.13958682	0.40880083	5.72327748
117	0.05836643	1.4349	1	1.42737535	0.57685417	0.3543964	5.1544118
118	0.39421795	0.0018	1	3.27949888	0.21741935	0.23517514	6.33274236
119	0.41915835	0.4132	1	0.96406125	-0.08506667	0.38976504	5.76995231
120	0.44519862	0.949	1	0.22024293	13.83018868	0.39739018	5.80454082
121	0.10225918	0.62	0	2.24701522	-0.0876875	0.22849028	5.47176097
122	0.12684023	0.1185	0	1.70478481	-0.03186441	0.2050381	6.32718764
123	0.10676656	0.4119	0	1.06912919	-0.08893617	0.46961775	5.80424578
124	0.04558353	0.4707	0	13.19415761	-0.04689655	0.25656112	6.90974987

## BAB IV

### ANALISIS DATA

Bab ini akan menguraikan hasil analisis model persamaan simultan 2SLS yang meliputi pembahasan terhadap hasil analisis yang ditujukan terhadap variabel *leverage*, *dividend*, *non-debt tax shield*, *market-to-book value of equity*, *future abnormal earning*, *assets tangibility* dan *size* perusahaan. Selain itu juga akan dilakukan hasil pengujian hipotesis.

#### 4.1. Pembahasan

##### 4.1.1. Persamaan *Leverage*.

Dengan bantuan program SPSS maka diperoleh hasil analisis persamaan *leverage* seperti ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 4.1

#### Hasil regresi 2SLS persamaan *leverage*

Variable	B	SE B	T	Sig T
PRE DIV	1,962313	,125687	15,613	,0000
ASTANG	,024336	,080769	,301	,7637
MBVE	,045061	,005317	8,474	,0000
NDTS	,060211	,027475	2,191	,0304
FAE	,025135	,004899	5,131	,0000
(Constant)	,969611	,048994	19,791	,0000

F = 55,39568	Signif F = ,0000	Adjusted R Square = ,68859
--------------	------------------	----------------------------

Pada tabel 4.1 dapat dilihat bahwa persamaan *leverage* memiliki Adjusted R-Squared sebesar 0,68859. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *dividend*, *non-debt tax shield*, *market to-book value of equity*, *future*

*abnormal earning* dan *Assets tangibility* mempengaruhi *leverage* sebesar 0,68859. Pengaruh secara bersama-sama tersebut signifikan, terbukti dengan tingkat probabilitas yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.0000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5.

#### **4.1.1.1. Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.**

Berdasarkan hasil yang diperoleh pada tabel 4.1 maka dugaan adanya simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen, dengan arah hubungan positif terbukti. Dalam hal ini karena nilai koefisien antara *leverage* dan dividen berbanding lurus seperti dihipotesiskan. Nilai koefisien dividen sebesar 1,962313. Artinya bahwa setiap kenaikan sebesar 1% pembayaran dividen, maka akan meningkatkan penggunaan hutang sebesar 1,962313%. Nilai ini secara parsial signifikan pada level 5% uji satu arah (*one-tailed test*) dengan nilai *t* hitung sebesar 15,613 dan nilai probabilitas yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5. Dengan kondisi ini maka dividen berpengaruh positif terhadap *leverage*.

#### **4.1.1.2. Posisi Pajak Perusahaan**

Berdasarkan hasil koefisien regresi pada tabel 4.1 terdapat arah hubungan positif antara variabel *non-debt tax shield* dengan *leverage*. Nilai koefisien regresi sebesar 0,060211 menunjukkan bahwa setiap 1% kenaikan

NDTS akan menaikkan tingkat penggunaan hutang sebesar 0,060211%. Besarnya nilai koefisien regresi tersebut signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.0304. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5. Kondisi tersebut konsisten dengan penelitian Scott (1976) dalam Noronha *et. al*, (1996) yang menemukan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap utang. Scott (1976) dalam Noronha *et. al*, (1996) beragumen bahwa, tingginya biaya depresiasi (yang merupakan proksi untuk *non-debt tax shield*) menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *assets in place* atau *aktiva tangible* yang besar untuk dijadikan jaminan hutang. Sehingga pada umumnya perusahaan dengan biaya depresiasi yang tinggi akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a2}$  yang menyatakan bahwa NDTS mempengaruhi kebijakan hutang diterima.

#### 4.1.1.3. *Investment Opportunity Set*

*Investment opportunity* yang diukur dengan tingkat pertumbuhan yaitu *market-to-book value of equity* yang menunjukkan hubungan positif dengan *leverage*. Besarnya koefisien regresi variabel ini adalah 0,045061, yang artinya bahwa setiap kenaikan sebesar 1% *Investment Opportunity* maka akan meningkatkan penggunaan hutang sebesar 0,045061 %. Nilai ini signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil

dari 0,05 yaitu sebesar 0.000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5. Kondisi ini tidak konsisten dengan pendapat Myers(1977), Jensen(1981) dan Long et.al (1995), yang menyatakan masalah *underinvestment* mengakibatkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi (ditandai dengan kesempatan investasi yang tinggi), cenderung menggunakan dana internal daripada menggunakan hutang. Sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah (ditandai dengan tingkat kesempatan investasi yang rendah) akan menggunakan hutang yang tinggi untuk mengontrol masalah *overinvestment*. Berdasarkan hal tersebut maka, hipotesis  $H_{a3}$  yang menyatakan bahwa *investment opportunity* mempengaruhi kebijakan hutang diterima.

#### 4.1.1.4. Efek *Signaling*

Hasil regresi 2SLS memperlihatkan adanya hubungan positif antara efek signalling yang diukur dengan FAE. Besarnya koefisien regresi variabel ini adalah sebesar 0,025135 yang artinya bahwa setiap kenaikan 1% Efek *Signalling* maka akan meningkatkan penggunaan hutang sebesar 0,025135 dan signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5. Kondisi ini mendukung arah hubungan yang positif antara efek signalling dengan FAE dan signifikan pada tingkat 5%. Perusahaan *high quality* (dengan prediksi earning yang positif di masa

depan) cenderung menggunakan hutang yang besar dibandingkan perusahaan *low quality*. Pengumuman penggunaan hutang dianggap sebagai signal positif terhadap kemampuan perusahaan (kualitas perusahaan). Dampaknya kemudian adalah pengumuman penggunaan hutang akan menaikkan harga saham, kondisi tersebut sekaligus mendukung teori *signalling*. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a4}$  yang menyatakan bahwa Efek *Signalling* mempengaruhi kebijakan hutang diterima

#### 4.1.1.5. *Asset Tangibility*

Variabel *assets tangibility* berdasarkan hasil regresi pada tabel 4.1 menunjukkan hubungan positif dengan tingkat *leverage*. Besarnya nilai koefisien regresi adalah 0,024336 yang artinya bahwa setiap kenaikan 1% *Asset Tangibility* akan meningkatkan penggunaan hutang sebesar 0.024336 namun tidak signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0,7637. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 5. Hubungan positif ini menunjukkan eksistensi mengenai teori *collateralizable assets*, yang menyatakan bahwa *collateralizable assets* yang tercermin melalui nilai buku *fixed assets* meningkatkan kepercayaan kreditur terhadap kemampuan perusahaan melunasi hutang. Dampaknya adalah semakin tinggi *collateralizable assets* semakin tinggi hutang yang digunakan. Berdasarkan hal tersebut maka

hipotesis  $H_{a5}$  yang menyatakan bahwa *Asset Tangibility* mempengaruhi kebijakan hutang ditolak

#### 4.1.2. Persamaan Dividen

Dengan bantuan program SPSS maka diperoleh hasil analisis persamaan dividen seperti ditunjukkan pada tabel berikut:

Tabel 4.2

#### Hasil regresi 2SLS persamaan *dividend*

Variable	B	SE B	T	Sig T
PRE LEV	2,966174	,136547	21,723	,0000
MBVE	-,019034	,004390	-4,336	,0000
LOGSALES	-,006467	,019284	-,335	,7379
NDTS	,056000	,023850	2,348	,0205
FAE	,025672	,004134	6,211	,0000
(Constant)	1,587134	,111240	14,268	,0000

F = 124,99836	Signif F = ,0000	Adjusted R Square = ,83445
---------------	------------------	----------------------------

Pada tabel 4.2 dapat dilihat bahwa persamaan dividen memiliki Adjusted R-Squared sebesar 0,83445. Kondisi ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel *predicted leverage*, *non-debt tax shield*, *market-to-book value of equity*, *future abnormal earning* dan *log sales* mempengaruhi dividen sebesar 0.83445. Pengaruh secara bersama-sama tersebut signifikan, terbukti dengan tingkat probabilitas yang lebih kecil dari 0,05% yaitu sebesar 0,000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6.



#### 4.1.2.1. Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.

Berdasarkan hasil yang diperoleh pada tabel 4.2 maka dugaan adanya simultanitas kebijakan hutang dan dividen, dengan arah hubungan positif terbukti. Dalam hal ini koefisien antara dividen dan *leverage* berbanding lurus seperti yang dihipotesiskan. Nilai koefisien *leverage* sebesar 2,966174. Artinya bahwa setiap kenaikan 1% penggunaan hutang akan meningkatkan pembayaran dividen sebesar 2,96%. Nilai ini secara parsial signifikan pada level 5% ditunjukkan dengan tingkat probabilitas sebesar 0,000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6. Dengan kondisi ini maka *leverage* berpengaruh positif terhadap dividen secara signifikan diterima.

#### 4.1.2.2. Posisi Pajak Perusahaan

Tabel 4.2 menunjukkan hubungan positif antara variabel *non-debt tax shield* dengan dividen. Besarnya koefisien regresi variabel *non-debt tax shield* adalah 0,056 signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.0205. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6. Kondisi ini berarti bahwa setiap kenaikan 1% keuntungan yang diperoleh dari *non-debt tax shield* akan menaikkan pembayaran dividen sebesar 0,056%. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut, Scott (1976) dalam Noronha *et. al*, (1996) menemukan bahwa *non-debt tax shield* berpengaruh positif terhadap utang. Scott (1976) dalam

Noronha *et. al.*, (1996) beragumen bahwa, tingginya biaya depresiasi (yang merupakan proksi untuk *non-debt tax shield*) menunjukkan bahwa perusahaan memiliki *assets in place* atau *aktiva tangible* yang besar untuk dijadikan jaminan hutang. Penggunaan hutang sebagai alternatif pendanaan mengakibatkan perusahaan tidak lagi menahan laba untuk kepentingan investasi, tetapi membagikan laba tersebut sebagai dividen. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a6}$  yang menyatakan bahwa NDTs mempengaruhi kebijakan dividen diterima.

#### 4.1.2.3. *Investment Opportunity Set*

Hasil regresi 2SLS memperlihatkan hubungan negatif antara *market-to-book value of equity* (yang dipakai sebagai proksi *investment opportunity*) dengan dividen. Besarnya nilai koefisien regresi variabel ini adalah -0,019034 yang artinya bahwa setiap kenaikan 1% *Investment Opportunity* maka akan menurunkan pembayaran dividen sebesar 0.019034 namun signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6. Kondisi ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1% *Investment Opportunity* akan menurunkan pembayaran dividen sebesar 0,019034. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a7}$  yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity* mempengaruhi kebijakan dividen diterima.

#### 4.1.2.4. Efek *Signaling*

Hasil regresi 2SLS memperlihatkan adanya hubungan positif antara efek signaling yang diukur dengan FAE dengan dividen. Nilai koefisien regresi untuk variabel ini adalah 0,025672 dan signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0.000. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6. Kondisi ini berarti bahwa kenaikan 1% *future abnormal earning* akan menaikkan pembayaran dividen sebesar 0,0257%. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a8}$  yang menyatakan bahwa FAE mempengaruhi kebijakan dividen diterima.

Pengumuman kenaikan dividen mencerminkan optimisme manajer mengenai keuntungan perusahaan dimasa mendatang. Sebagai konsekuensinya perusahaan harus dapat mempertahankan kenaikan pembayaran dividen tersebut. Kegagalan kebijakan ini akan ditanggapi pasar dengan turunnya harga saham. Berdasarkan penjelasan tersebut, hanya perusahaan dengan profitabilitas tinggi atau perusahaan dalam kondisi *high quality (undervalued)* yang mampu membayar dividen tinggi (Kale *et, al*, 1990)

#### 4.1.2.5. *Size/Ukuran Perusahaan*

Hasil regresi 2SLS memperlihatkan adanya hubungan negatif antara *size* perusahaan yang diukur dengan *natural log* dari *sales* dengan dividen. Nilai koefisien regresi untuk variabel ini adalah -0,006467 yang artinya

bahwa setiap kenaikan 1% *Size* Perusahaan maka akan menurunkan pembayaran dividen sebesar 0.006467 dan tidak signifikan pada level 5%, ditunjukkan dengan nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 yaitu sebesar 0.7379. Print out SPSS dapat dilihat pada lampiran 6. Kondisi ini berarti tidak dapat membuktikan bahwa perusahaan dengan ukuran besar akan membagikan deviden yang besar pula. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis  $H_{a6}$  yang menyatakan bahwa *Size* mempengaruhi kebijakan dividen ditolak.

## BAB V

### KESIMPULAN

#### 5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang dikemukakan pada bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Dugaan adanya simultanitas kebijakan hutang dan dividen dengan arah hubungan positif, secara signifikan terbukti. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien bertanda positif atas variabel *leverage* dan dividen baik pada persamaan *leverage* maupun dividen.
2. Pengujian secara parsial untuk masing-masing variabel kontrol juga menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang maupun kebijakan dividen kecuali variabel *asset tangibility* dan variabel *log sales*. Secara bersama-sama variabel kontrol tersebut mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap perubahan kebijakan hutang maupun kebijakan dividen.
3. Variabel *non-debt tax shield* menunjukkan hasil bahwa NDTS berpengaruh pada persamaan *leverage* maupun persamaan dividen. Variabel ini juga menunjukkan arah hubungan yang positif. Kondisi ini menunjukkan adanya peraturan pemerintah mengenai fasilitas perpajakan terhadap industri tertentu berdampak cukup besar pada penggunaan hutang dan dividen.

4. Variabel *market-to-book value of equity* berpengaruh secara signifikan pada persamaan *leverage* dan dividen namun pada persamaan dividen menunjukkan hubungan negatif.
5. Variabel *future abnormal earning* berpengaruh pada persamaan hutang dan persamaan dividen dengan arah hubungan positif. Rasionalitas investor yang semakin meningkat, mengakibatkan pengumuman penurunan deviden justru dianggap sebagai signal positif terhadap arus kas di masa depan. Kesempatan investasi yang tinggi (prospek aliran pendapatan positif dimasa depan) mengakibatkan dana internal harus digunakan untuk membiayai investasi tersebut.
6. Variabel *Asset tangibility*, menunjukkan hubungan positif dengan *leverage*. Hasil tersebut sesuai dengan hipotesis namun tidak signifikan.
7. Variabel *Size* Perusahaan, menunjukkan hubungan yang negatif dengan dividen dan tidak signifikan. Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang menduga *Size* berpengaruh terhadap dividen.

## **5.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran untuk Penelitian Mendatang**

Berdasarkan analisis data dan pembahasan yang dikemukakan pada bab sebelumnya, maka terdapat beberapa keterbatasan penelitian, yang dapat digunakan sebagai kemungkinan pengembangan pengembangan pada penelitian selanjutnya sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ. Hasil lebih baik kemungkinan dapat diperoleh apabila dapat digunakan sampel seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ.
2. Penelitian ini juga tidak menutup kemungkinan untuk memasukkan variabel kontrol lain yang dianggap memiliki pengaruh signifikan terhadap simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
3. Penelitian ini menganalisis pengaruh *non-debt tax shield* dengan menggunakan *dummy variable* bagi perusahaan penerima fasilitas pajak. Hasil yang lebih baik kemungkinan dapat diperoleh dengan melakukan analisis perbandingan antara sebelum dan sesudah diberlakukannya peraturan fasilitas pajak.
4. Analisis perbandingan antara masa sebelum dan setelah krisis juga dapat dilakukan, untuk melihat perubahan simultanitas kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
5. Penelitian ini menganalisis kebijakan hutang tanpa memperhatikan jenis dan masa jatuh tempo hutang. Hasil yang lebih baik kemungkinan dapat diperoleh apabila dilakukan analisis dengan membagi hutang kedalam beberapa kategori dan masa jatuh tempo hutang.

### DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A., 1998 *Does The Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK*, **Journal of Business Finance & Accounting**. No. 25, pp 1127-1155.
- Barclay, M.J., Marx, L.M., dan Smith, C.W. 2001. *The Joint Determination Of Leverage and Maturity*, working paper, 2-27
- Barclay, M.J., Smith, C.W., and Watt, R.S., 1995, "The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies", *The New Corporate Finance: Where Theory Meet Practice*, International Edition, Irwin McGraw-Hill: 214-299.
- Baskin, J., 1989, "An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis", *Financial Management*, Spring, pp26-35.
- Bradley, M., Jarrell, G.A., dan Kim, H. 1984, "On The Existence Of An Optimal Capital Structure: Theory and Evidence". *Journal Finance*, July 39(3): 857-878.
- Brigham, E.F., Gapenski, L.C., Dan Daves, P.R. 1999. *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- Cooper, D.R., dan Emory, C.W. 1999. *Metode Penelitian Bisnis*, Edisi 5, Penerbit Erlangga
- De Angelo, H., dan Masulis, R.W. 1980. *Optimal Capital Structure Order Corporate and Personal Taxation*, *Journal of Financial Economics*, 8: 3-29.
- Gaver, J.J. dan Gaver, K.M. 1993. *Additional Evidence on the Association between The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*, *Journal of Accounting & Economics*, 16: 125-160.
- Giyartiningrum, E. 2000. *Pengaruh Inisiasi Dividen Terhadap Kandungan Informasi Pengumuman Laba*. Unpublished Tesis S-2 UGM, Jogjakarta.
- Gujarati, D. 1999. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga.
- Holder, M.E., Langrehr, F.W., dan Hexter, J.L. 1998. *Dividend Policy Determinants: An Investigation Of The Influences Of Stake Holder Theory*. *Financial Management*, Autumn 27 (3): 73-82



- Jensen, M.C. 1986. *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take overs*, American Economic Review, May 76 (2) :323-329.
- Jogiyanto, H.M.1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, ed3, Yogyakarta:BPFE
- Koch, P. D., dan Shenoy, C.1999. *The Information Content of Dividend & Capital Structure Policies. Financial Management*, Winter 28 (4) : 16-35
- Mc Kie-Mason, J.K. 1990. *Do taxes affect corporate financing decision?. Journal Of Finance*, Desember, 55(5) :1471-1493
- Megginson, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Miller, M.H. !977. Debt and Taxes. *Journal of Finance*, May : 261-274
- Modigliani, F., dan Miller, M.H., 1998, *The Cost of Capital. Corporate Finance and Theory of Investment, American Economic Review*, No.13, pp 261-297.
- Modigliani, F., dan Miller, M.H., 1963, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, American Economic Review*, June 58 (3): 261-297.
- Myers, S.C. 1977. Determinan of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 13:187-221
- Noronha, G. M., Shome, D.K., dan Morgan, G.E. 1966. The monitoring rationale for dividends and interaction of capital structure and dividends decisions. *Journal of Banking and Finance*, 20:439-454
- Nuriningsih, K., 2002, *Kepemilikan Manajerial dan Konflik Keagenan : Analisis Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen, Tesis MSi (unpublished)*, UGM, Yogyakarta.
- Riyanto, B.1999, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi4. BPFE Yogyakarta
- Smith, C.1986. *Investment Banking and The Capital Acquisition Process. Journal Of Financial Economics*, 15 ; 3-29
- Soetjipto, K.,1997. *Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta Tahun 1995. unpublished Tesis S-2 UGM*, Yogyakarta.

- Suhartono ., 2004. *Pengujian Terhadap Keterkaitan Antara Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Hutang Secara Simultan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*, *Ventura* Vol. 7, No. 1., April 2004.
- Wijaya, M.E., 2001, *Pengujian Empiris Prediksi Pecking Order Theory dan Tradeoff Theory Mengenai Leverage*, *Tesis MSi (unpublished)*, UGM, Yogyakarta.
- Woolridge, J.R., dan Gosh, C.1995. Dividend Cuts. Do They Always Signal Bad News? *The Revolution in Corporate Finance, Second Edition, Basic Blackwell Inc* :462-473.
- Yuniningsih, 2002, *Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta*, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.2., Hal 164-182.

# LAMPIRAN 1

## DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL PENELITIAN

## DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL PENELITIAN

<b>No</b>	<b>Tahun 2000</b>	<b>No</b>	<b>Tahun 2001</b>
<b>1</b>	Aqua Golden	<b>33</b>	Aqua Golden
<b>2</b>	Delta Djakarta	<b>34</b>	Delta Djakarta
<b>3</b>	Fast Food	<b>35</b>	Fast Food
<b>4</b>	Indofood	<b>36</b>	Indofood
<b>5</b>	Multi Bintang	<b>37</b>	Multi Bintang
<b>6</b>	BAT	<b>38</b>	BAT
<b>7</b>	Gudang Garam	<b>39</b>	Gudang Garam
<b>8</b>	H.M.Sampoerna	<b>40</b>	H.M.Sampoerna
<b>9</b>	Eratex Djaja	<b>41</b>	Eratex Djaja
<b>10</b>	Roda Vivatex	<b>42</b>	Pan Brotherstex
<b>11</b>	Fortune Mate	<b>43</b>	Sepatu Bata
<b>12</b>	Pan Brotherstex	<b>44</b>	Lautan Luas
<b>13</b>	Sepatu Bata	<b>45</b>	Unggul Indah
<b>14</b>	Duta Pertiwi	<b>46</b>	Duta Pertiwi
<b>15</b>	Ekadharma	<b>47</b>	Ekadharma
<b>16</b>	Intan Wijaya	<b>48</b>	Intan Wijaya
<b>17</b>	Berlina	<b>49</b>	Asahimas
<b>18</b>	Semen Gresik	<b>50</b>	Dyna plast
<b>19</b>	Tembaga Mulia	<b>51</b>	Semen Gresik
<b>20</b>	Kedaung Indah	<b>52</b>	Tembaga Mulia
<b>21</b>	Komatsu	<b>53</b>	Komatsu
<b>22</b>	SUCACO	<b>54</b>	SUCACO
<b>23</b>	Metrodata	<b>55</b>	Metrodata
<b>24</b>	Andhi Chandra	<b>56</b>	Andhi Chandra
<b>25</b>	Good Year	<b>57</b>	Good Year
<b>26</b>	Hexindo Perkasa	<b>58</b>	Hexindo Perkasa
<b>27</b>	Selamat Sempurna	<b>59</b>	Selamat Sempurna
<b>28</b>	Dankos Laboratories	<b>60</b>	Dankos Laboratories
<b>29</b>	Tempo Scan Pcfc	<b>61</b>	Merck
<b>30</b>	Mandom/Tancho	<b>62</b>	Tempo Scan Pcfc
<b>31</b>	Mustika Ratu	<b>63</b>	Mustika Ratu
<b>32</b>	Unilever Indonesia	<b>64</b>	Unilever Indonesia

## DAFTAR PERUSAHAAN SAMPEL PENELITIAN

<i>No</i>	<i>Tahun 2002</i>	<i>No</i>	<i>Tahun 2003</i>
<b>65</b>	Aqua Golden	<b>97</b>	Aqua Golden
<b>66</b>	Delta Djakarta	<b>98</b>	Delta Djakarta
<b>67</b>	Fast Food	<b>99</b>	Fast Food
<b>68</b>	Indofood	<b>100</b>	Indofood
<b>69</b>	Multi Bintang	<b>101</b>	Multi Bintang
<b>70</b>	BAT	<b>102</b>	Gudang Garam
<b>71</b>	Gudang Garam	<b>103</b>	H.M.Sampoerna
<b>72</b>	Eratex Djaja	<b>104</b>	Pan Brotherstex
<b>73</b>	Pan Brotherstex	<b>105</b>	Sepatu Bata
<b>74</b>	Sepatu Bata	<b>106</b>	Lautan Luas
<b>75</b>	Lautan Luas	<b>107</b>	Unggul Indah
<b>76</b>	Unggul Indah	<b>108</b>	Ekadharna
<b>77</b>	Duta Pertiwi	<b>109</b>	Intan Wijaya
<b>78</b>	Ekadharna	<b>110</b>	Asahimas
<b>79</b>	Intan Wijaya	<b>111</b>	Lionmesh Prima
<b>80</b>	Asahimas	<b>112</b>	Lion Metal Works
<b>81</b>	Dyna plast	<b>113</b>	Tembaga Mulia
<b>82</b>	Lionmesh Prima	<b>114</b>	Surya Toto
<b>83</b>	Lion Metal Works	<b>115</b>	SUCACO
<b>84</b>	Tembaga Mulia	<b>116</b>	Multi Agro Persada
<b>85</b>	Surya Toto	<b>117</b>	Andhi Chandra
<b>86</b>	SUCACO	<b>118</b>	Astra Otoparts
<b>87</b>	Multi Agro Persada	<b>119</b>	Good Year
<b>88</b>	Andhi Chandra	<b>120</b>	Selamat Sempurna
<b>89</b>	Astra Otoparts	<b>121</b>	Merck
<b>90</b>	Good Year	<b>122</b>	Tempo Scan Pcfc
<b>91</b>	Hexindo Perkasa	<b>123</b>	Mandom/Tancho
<b>92</b>	Merck	<b>124</b>	Unilever Indonesia
<b>93</b>	Tempo Scan Pcfc		
<b>94</b>	Mandom/Tancho		
<b>95</b>	Mustika Ratu		
<b>96</b>	Unilever Indonesia		

# LAMPFRANZ

*DESCRIPTIVE STATISTICS*

## *DESCRIPTIVE STATISTICS*

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Sum	Mean	Std. Deviation
LEVERAGE	124	.009973755643	.94661325336	49.450921347	.3987977527981	.236682543316344
DPR	124	.0006	1.6017	43.6695	.352173	.2796421
NDTS	124	0	1	32	.26	.439
MBVE	124	.060822683684	28.481102922	243.77551015	1.965931533471	3.3982234574898
FAE	124	-2.6150000000	21.178947368	41.648073549	.3358715608802	2.5285637976731
ASTANG	124	.065679457885	.74058947797	39.206085085	.3161781055231	.149001560234174
LOGSALES	124	4.75938073780	7.3643141043	723.03998247	5.830967600582	.62564807133794
Valid N (listwise)	124					

# LAMPURAN 3

**HASIL REGRESI OLS PERSAMAAN *LEVERAGE***



## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ASTANG, NDTS, DIVIDEND <sub>a</sub> FAE, MBVE		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: LEVERAGE

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,419 <sup>a</sup>	,176	,141	,21940561625966	1,956

a. Predictors: (Constant), ASTANG, NDTS, DIVIDEND, FAE, MBVE

b. Dependent Variable: LEVERAGE

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,210	5	,242	5,027	,000 <sup>a</sup>
	Residual	5,680	118	4,814E-02		
	Total	6,890	123			

a. Predictors: (Constant), ASTANG, NDTS, DIVIDEND, FAE, MBVE

b. Dependent Variable: LEVERAGE

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,434	,053		8,139	,000
	DIVIDEND	-,279	,077	-,329	-3,619	,000
	MBVE	-8.32E-03	,006	-,119	-1,312	,192
	NDTS	1,786E-02	,045	,033	,394	,695
	FAE	8,173E-03	,008	,087	1,035	,303
	ASTANG	,227	,133	,143	1,705	,091

a. Dependent Variable: LEVERAGE

Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean
Predicted Value	-,19707354903221	,61609846353531	,39879775279810
Std. Predicted Value	-6,008	2,191	,000
Standard Error of Predicted Value	2.35330705E-02	,16803647577763	4.29646361E-02
Adjusted Predicted Value	-,46306243538857	,55934596061707	,39398615165279
Residual	-,36738255620003	,54561245441437	9.17724678E-17
Std. Residual	-1,674	2,487	,000
Stud. Residual	-1,701	2,618	,009
Deleted Residual	-,37923765182495	,60779386758804	4.81160115E-03
Stud. Deleted Residual	-1,715	2,686	,013
Mahal. Distance	,423	71,155	4,960
Cook's Distance	,000	,465	,016
Centered Leverage Value	,003	,578	,040

a. Dependent Variable: LEVERAGE

Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Std. Deviation	N
Predicted Value	9.9179960913393E-02	124
Std. Predicted Value	1,000	124
Standard Error of Predicted Value	2.2074138191584E-02	124
Adjusted Predicted Value	,11535888914132	124
Residual	,21489988753815	124
Std. Residual	,979	124
Stud. Residual	1,013	124
Deleted Residual	,23242432579961	124
Stud. Deleted Residual	1,022	124
Mahal. Distance	9,514	124
Cook's Distance	,061	124
Centered Leverage Value	,077	124

a. Dependent Variable: LEVERAGE

# LAMPIRAN 4

**HASIL REGRESI OLS PERSAMAAN *DIVIDEND***

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MBVE, FAE, NDTs, LEVERAGE, LOGSALES		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DIVIDEND

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,521 <sup>a</sup>	,271	,241	,243705	2,037

a. Predictors: (Constant), MBVE, FAE, NDTs, LEVERAGE, LOGSALES

b. Dependent Variable: DIVIDEND

### Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	9.96E-02	1,242175	,352173	,145677	124
Std. Predicted Value	-1,734	6,109	,000	1,000	124
Standard Error of Predicted Value	2.58E-02	,186516	4.78E-02	2,42931E-02	124
Adjusted Predicted Value	9.92E-02	,901142	,351460	,139121	124
Residual	-,473596	,963567	-1.6E-17	,238701	124
Std. Residual	-1,943	3,954	,000	,979	124
Stud. Residual	-1,986	4,019	,001	1,022	124
Deleted Residual	-,573742	,995755	7.14E-04	,264276	124
Stud. Deleted Residual	-2,011	4,308	,007	1,044	124
Mahal. Distance	,383	71,054	4,960	9,377	124
Cook's Distance	,000	,868	,022	,094	124
Centered Leverage Value	,003	,578	,040	,076	124

a. Dependent Variable: DIVIDEND

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,610	5	,522	8,790	,000 <sup>a</sup>
	Residual	7,008	118	5,939E-02		
	Total	9,619	123			

a. Predictors: (Constant), MBVE, FAE, NDTs, LEVERAGE, LOGSALES

b. Dependent Variable: DIVIDEND

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,981	,230		4,267	,000
	LEVERAGE	-,315	,097	-,267	-3,252	,001
	LOGSALES	-9.917E-02	,040	-,222	-2,467	,015
	NDTS	1,128E-02	,051	,018	,222	,825
	FAE	1,267E-02	,009	,115	1,448	,150
	MBVE	3,451E-02	,008	,419	4,556	,000

a. Dependent Variable: DIVIDEND

**Casewise Diagnostics<sup>a</sup>**

Case Number	Std. Residual	DIVIDEND	Predicted Value	Residual
76	3,954	1,2824	,318833	,963567
117	3,757	1,4349	,519389	,915511

a. Dependent Variable: DIVIDEND

# LAMPYRAN 5

**HASIL REGRESI 2SLS PERSAMAAN *LEVERAGE***

## Two-stage Least Squares

MODEL: MOD\_2.

Equation number: 1

Dependent variable.. LEVERAGE

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R                   ,83741  
 R Square                    ,70125  
 Adjusted R Square         ,68859  
 Standard Error             ,13208

### Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	5	4,8318130	,96636259
Residuals	118	2,0584781	,01744473

F = 55,39568                   Signif F = ,0000

### ----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
PRE_DIV	1,962313	,125687	1,207791	15,613	,0000
ASTANG	,024336	,080769	,015320	,301	,7637
MBVE	,045061	,005317	,646970	8,474	,0000
NDTS	,060211	,027475	,111768	2,191	,0304
FAE	,025135	,004899	,268524	5,131	,0000
(Constant)	,969611	,048994		19,791	,0000

### Correlation Matrix of Parameter Estimates

	PRE_DIV	ASTANG	MBVE	NDTS	FAE
PRE_DIV	1,0000000	,1431512	-,7497620	-,1151153	-,2588906
ASTANG	,1431512	1,0000000	-,0981174	-,0155701	-,0277552
MBVE	-,7497620	-,0981174	1,0000000	,1365676	,2180150
NDTS	-,1151153	-,0155701	,1365676	1,0000000	-,0517951
FAE	-,2588906	-,0277552	,2180150	-,0517951	1,0000000

# LAMPIRAN 6

**HASIL REGRESI 2SLS PERSAMAAN *DIVIDEND***



## Two-stage Least Squares

MODEL: MOD\_1.

-

Equation number: 1

Dependent variable.. DIVIDEND

Listwise Deletion of Missing Data

Multiple R                   ,91716  
 R Square                    ,84118  
 Adjusted R Square         ,83445  
 Standard Error             ,11378

### Analysis of Variance:

	DF	Sum of Squares	Mean Square
Regression	5	8,0909660	1,6181932
Residuals	118	1,5275945	,0129457

F = 124,99836                   Signif F = ,0000

### ----- Variables in the Equation -----

Variable	B	SE B	Beta	T	Sig T
PRE_LEV	2,966174	,136547	1,052006	21,723	,0000
MBVE	-,019034	,004390	-,231308	-4,336	,0000
LOGSALES	-,006467	,019284	-,014469	-,335	,7379
NDTS	,056000	,023850	,087982	2,348	,0205
FAE	,025672	,004134	,232133	6,211	,0000
(Constant)	1,587134	,111240		14,268	,0000

### Correlation Matrix of Parameter Estimates

	PRE_LEV	MBVE	LOGSALES	NDTS	FAE
PRE_LEV	1,0000000	,6329708	-,2605826	-,0984070	-,1615336
MBVE	,6329708	1,0000000	-,5032089	-,0579853	-,0628942
LOGSALES	-,2605826	-,5032089	1,0000000	,1571557	,0035788
NDTS	-,0984070	-,0579853	,1571557	1,0000000	-,0722157
FAE	-,1615336	-,0628942	,0035788	-,0722157	1,0000000

# LAMPYRAN 7

**PERHITUNGAN MARKET LEVERAGE RATIO**

## PERHITUNGAN MARKET LEVERAGE RATIO

(dalam jutaan)

No	Total Debt (1)	EAT (2)	EPS (3)	Close Price	EAT/ EPS	EAT/ EPS * CP	(EAT/ EPS * CP) + Total Debt	Market Lev. Ratio
1	217244	38465	2922	14000	13.16392882	184295.0034	401539.0034	0.541028389
2	169203	34396	2148	7400	16.01303538	118496.4618	287699.4618	0.588124145
3	103767	26128	58	950	450.4827586	427958.6207	531725.6207	0.195151401
4	9495917	646172	71	775	9101.014085	7053285.915	16549202.92	0.573799055
5	218497	93729	4448	34000	21.07216727	716453.6871	934950.6871	0.233698957
6	430947	57464	871	12100	65.97474168	798294.3743	1229241.374	0.350579641
7	4732082	2243215	1166	13000	1923.85506	25010115.78	29742197.78	0.159103306
8	4702953	1526834	209	14900	7305.425837	108850845	113553798	0.041416078
9	449154	5321	54	425	98.53703704	41878.24074	491032.2407	0.914713868
10	58497	24098	90	1050	267.7555556	281143.3333	339640.3333	0.172232195
11	46684	21430	67	700	319.8507463	223895.5224	270579.5224	0.172533382
12	70101	14978	195	1300	76.81025641	99853.33333	169954.3333	0.412469624
13	83424	63322	4871	12200	12.9997947	158597.4954	242021.4954	0.344696655
14	30035	17390	138	575	126.0144928	72458.33333	102493.3333	0.29304345
15	14520	6095	136	700	44.81617647	31371.32353	45891.32353	0.316399678
16	28875	20075	198	675	101.3888889	68437.5	97312.5	0.29672447
17	67172	23552	341	1025	69.06744868	70794.1349	137966.1349	0.486873102
18	4498267	342763	578	5800	593.0155709	3439490.311	7937757.311	0.566692433
19	437475	7093	386	2700	18.37564767	49614.2487	487089.2487	0.898141359
20	87674	17274	125	420	138.192	58040.64	145714.64	0.601682851
21	47414	146920	381	1025	385.6167979	395257.2178	442671.2178	0.107108839
22	220453	491011	2388	1000	205.6159966	205615.9966	426068.9966	0.517411503
23	177502	40816	61	465	669.1147541	311138.3607	488640.3607	0.363256936
24	17492	11631	17	1175	684.1764706	803907.3529	821399.3529	0.021295366
25	155052	37224	908	6000	40.99559471	245973.5683	401025.5683	0.386638689
26	287972	30795	367	925	83.91008174	77616.82561	365588.8256	0.78769366
27	238553	59034	227	2000	260.061674	520123.348	758676.348	0.314433158
28	321252	45553	51	550	893.1960784	491257.8431	812509.8431	0.395382287
29	375023	347787	773	3075	449.9184994	1383499.386	1758522.386	0.213260293
30	92117	53025	340	2900	155.9558824	452272.0588	544389.0588	0.169211703
31	50676	31447	294	1350	106.962585	144399.4898	195075.4898	0.259776357
32	828078	813205	1066	12500	762.8564728	9535705.91	10363783.91	0.079901126
33	348705	48014	3648	35000	13.16173246	460660.636	809365.636	0.430837417
34	89753	44595	2785	7600	16.01256732	121695.5117	211448.5117	0.4244674

## PERHITUNGAN MARKET LEVERAGE RATIO

(dalam jutaan)

No	Total Debt (1)	EA7 (2)	EPS (3)	Close Price	EA7/ EPS	EA7/ EPS * CP	(EA7/ EPS * CP) + Total Debt	Market Lev. Ratio
35	106266	25897	58	775	446.5	346037.5	452303.5	0.234944014
36	9417521	746330	82	625	9101.585366	5688490.854	15106011.85	0.623428678
37	225850	113836	5403	21000	21.06903572	442449.7501	668299.7501	0.337947156
38	327675	113420	1716	6300	66.0955711	416402.0979	744077.0979	0.440377752
39	5249932	2087361	1085	8650	1923.835023	16641172.95	21891104.95	0.239820329
40	5308973	955413	212	3200	4506.665094	14421328.3	19730301.3	0.269077138
41	389075	6573	67	420	98.10447761	41203.8806	430278.8806	0.904239128
42	97438	18095	236	950	76.67372881	72840.04237	170278.0424	0.572228801
43	81175	63468	4882	14000	13.00040967	182005.7354	263180.7354	0.308438229
44	372906	48975	63	240	777.3809524	186571.4286	559477.4286	0.666525549
45	1407125	92149	49	1400	1880.591837	2632828.571	4039953.571	0.34830227
46	21231	10792	86	400	125.4883721	50195.34884	71426.34884	0.297243249
47	13187	5976	134	450	44.59701493	20068.65672	33255.65672	0.396534043
48	22296	22132	175	405	126.4685714	51219.77143	73515.77143	0.303281861
49	1106287	126294	291	1250	434	542500	1648787	0.670970234
50	229496	33160	111	490	298.7387387	146381.982	375877.982	0.610559839
51	5601461	317467	535	5500	593.3962617	3263679.439	8865140.439	0.631852483
52	530377	19400	1056	4000	18.37121212	73484.84848	603861.8485	0.878308509
53	63997	56614	147	825	385.1292517	317731.6327	381728.6327	0.16765051
54	281862	13480	66	1025	204.2424242	209348.4848	491210.4848	0.573811042
55	227187	106445	53	120	2008.396226	241007.5472	468194.5472	0.485240594
56	15512	15603	19	1875	821.2105263	1539769.737	1555281.737	0.009973756
57	131349	11726	286	4900	41	200900	332249	0.395333018
58	415527	43221	257	700	168.1750973	117722.5681	533249.5681	0.779235512
59	235919	54645	210	1800	260.2142857	468385.7143	704304.7143	0.334967231
60	367048	59026	66	460	894.3333333	411393.3333	778441.3333	0.471516586
61	35226	56398	2518	10500	22.39793487	235178.3161	270404.3161	0.130271589
62	393343	316927	704	3250	450.1803977	1463086.293	1856429.293	0.211881488
63	45982	36364	340	1250	106.9529412	133691.1765	179673.1765	0.255920226
64	953826	886944	1162	16350	763.2908778	12479805.85	13433631.85	0.071002839
65	316022	66110	5023	37500	13.1614573	493554.6486	809576.6486	0.390354638
66	72720	44839	2800	8200	16.01392857	131314.2143	204034.2143	0.356410812
67	107644	37650	84	900	448.2142857	403392.8571	511036.8571	0.210638428
68	11588818	802633	86	600	9332.94186	5599765.116	17188583.12	0.674216014

## PERHITUNGAN MARKET LEVERAGE RATIO

(dalam jutaan)

No	Total Debt (1)	EAT (2)	EPS (3)	Close Price	EAT/ EPS	EAT/ EPS * CP	(EAT/ EPS * CP) + Total Debt	Market Lev. Ratio
69	192098	85050	4037	27500	21.06762447	579359.673	771457.673	0.249006532
70	291905	118180	1791	8950	65.98548297	590570.0726	882475.0726	0.330779882
71	5743002	2086893	1085	8300	1923.403687	15964250.6	21707252.6	0.264566046
72	345598	4288	44	200	97.45454545	19490.90909	365088.9091	0.946613253
73	67458	16136	210	2000	76.83809524	153676.1905	221134.1905	0.305054591
74	60931	48362	3720	15000	13.00053763	195008.0645	255939.0645	0.238068386
75	505587	19451	25	180	778.04	140047.2	645634.2	0.78308584
76	1068986	80676	209	1350	386.0095694	521112.9187	1590098.919	0.672276415
77	15714	2651	21	220	126.2380952	27772.38095	43486.38095	0.361354513
78	9730	6247	140	500	44.62142857	22310.71429	32040.71429	0.303676126
79	25417	4958	29	275	170.9655172	47015.51724	72432.51724	0.350905932
80	776621	206684	475	1325	435.1242105	576539.5789	1353160.579	0.573931145
81	208069	46883	155	850	302.4709677	257100.3226	465169.3226	0.447297339
82	23065	1479	154	350	9.603896104	3361.363636	26426.36364	0.872802642
83	13757	11876	228	750	52.0877193	39065.78947	52822.78947	0.260436833
84	460515	21069	1147	1800	18.36878814	33063.81866	493578.8187	0.93301208
85	444106	68874	1390	5500	49.54964029	272523.0216	716629.0216	0.619715343
86	180989	61334	298	1025	205.8187919	210964.2617	391953.2617	0.461761689
87	53304	12086	215	350	56.21395349	19674.88372	72978.88372	0.73040306
88	19449	11605	14	450	828.9285714	373017.8571	392466.8571	0.049555777
89	784417	257379	343	1400	750.3760933	1050526.531	1834943.531	0.42748836
90	116511	15200	371	4350	40.9703504	178221.0243	294732.0243	0.39531164
91	461046	38983	232	395	168.0301724	66371.9181	527417.9181	0.874156877
92	23093	37429	1671	10000	22.39916218	223991.6218	247084.6218	0.093461907
93	392963	316307	703	4125	449.9388336	1855997.688	2248960.688	0.174730933
94	52536	58109	372	1500	156.2069892	234310.4839	286846.4839	0.183150232
95	51389	20452	48	360	426.0833333	153390	204779	0.250948584
96	1072105	978249	1282	18200	763.0647426	13887778.32	14959883.32	0.071665332
97	252538	62071	4716	47800	13.16178965	629133.5454	881671.5454	0.286430929
98	71442	38149	2382	8700	16.01553317	139335.1385	210777.1385	0.338945677
99	114694	36280	81	925	447.9012346	414308.642	529002.642	0.216811772
100	11214974	603481	64	800	9429.390625	7543512.5	18758486.5	0.597861347
101	214707	90222	4282	32000	21.07006072	674241.943	888948.943	0.241529057
102	6368028	1838673	956	13600	1923.298117	26156854.39	32524882.39	0.195789424

## PERHITUNGAN MARKET LEVERAGE RATIO

(dalam jutaan)

No	Total Debt (1)	EAT (2)	EPS (3)	Close Price	EAT/ EPS	EAT/ EPS * CP	(EAT/ EPS * CP) + Total Debt	Market Lev. Ratio
103	4429361	1406844	313	4475	4494.709265	20113823.96	24543184.96	0.180472135
104	38844	5822	15	385	388.1333333	149431.3333	188275.3333	0.206314865
105	73833	35931	2764	14100	12.99963821	183294.8987	257127.8987	0.287145037
106	829322	7647	10	285	764.7	217939.5	1047261.5	0.791895816
107	1414265	62715	164	3000	382.4085366	1147225.61	2561490.61	0.55212578
108	11037	4342	97	950	44.7628866	42524.74227	53561.74227	0.206061258
109	24156	8007	47	300	170.3617021	51108.51064	75264.51064	0.320948078
110	626771	163299	376	1975	434.3058511	857754.0559	1484525.056	0.422203046
111	21445	1709	178	550	9.601123596	5280.617978	26725.61798	0.802413625
112	16450	12550	241	850	52.0746888	44263.48548	60713.48548	0.270944748
113	442706	7960	433	2200	18.38337182	40443.41801	483149.418	0.916292111
114	425676	30684	640	4650	47.94375	222938.4375	648614.4375	0.656285114
115	300486	15168	74	1025	204.972973	210097.2973	510583.2973	0.588515139
116	131250	15450	275	1791	56.18181818	100621.6364	231871.6364	0.566045947
117	24516	14008	17	480	824	395520	420036	0.058366426
118	762596	206398	273	1550	756.03663	1171856.777	1934452.777	0.394217946
119	110967	14885	363	3750	41.00550964	153770.6612	264737.6612	0.419158345
120	275282	47898	37	265	1294.540541	343053.2432	618335.2432	0.445198625
121	40825	50580	2258	16000	22.4003543	358405.6687	399230.6687	0.102259178
122	385738	322698	717	5900	450.0669456	2655394.979	3041132.979	0.126840228
123	43777	62496	401	2350	155.8503741	366248.3791	410025.3791	0.106766562
124	1320603	1296711	170	3625	7627.711765	27650455.15	28971058.15	0.045583527

# LAMPYRAN 8

**PERHITUNGAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO***

## PERHITUNGAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

(dalam jutaan)

<b>No.</b>	<b>DPS</b>	<b>EPS</b>	<b>DPR</b>
<b>1</b>	499.95	2,922	17.11
<b>2</b>	300.08	2,148	13.97
<b>3</b>	10.90	58	18.79
<b>4</b>	18.00	353	5.1
<b>5</b>	817.10	4,448	18.37
<b>6</b>	350.14	871	40.2
<b>7</b>	500.10	1,166	42.89
<b>8</b>	334.76	209	160.17
<b>9</b>	24.92	54	46.15
<b>10</b>	17.57	90	19.52
<b>11</b>	20.01	67	29.86
<b>12</b>	35.00	195	17.95
<b>13</b>	3,549.98	4,871	72.88
<b>14</b>	49.97	138	36.21
<b>15</b>	74.84	136	55.03
<b>16</b>	49.92	198	25.21
<b>17</b>	149.87	341	43.95
<b>18</b>	231.20	578	40
<b>19</b>	79.98	386	20.72
<b>20</b>	49.94	125	39.95
<b>21</b>	103.97	381	27.29
<b>22</b>	80.00	2,388	3.35
<b>23</b>	14.88	61	24.4
<b>24</b>	19.58	17	115.2
<b>25</b>	99.97	908	11.01
<b>26</b>	0.40	367	0.11
<b>27</b>	56.93	227	25.08
<b>28</b>	20.00	51	39.21
<b>29</b>	150.04	773	19.41
<b>30</b>	150.04	340	44.13
<b>31</b>	150.06	294	51.04
<b>32</b>	690.13	1,066	64.74
<b>33</b>	624.90	3,648	17.13
<b>34</b>	399.93	2,785	14.36
<b>35</b>	11.00	58	18.96



## PERHITUNGAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

(dalam jutaan)

<b>No.</b>	<b>DPS</b>	<b>EPS</b>	<b>DPR</b>
<b>36</b>	25.15	82	30.67
<b>37</b>	4,463.42	5,403	82.61
<b>38</b>	798.80	1,716	46.55
<b>39</b>	300.00	1,085	27.65
<b>40</b>	24.97	212	11.78
<b>41</b>	15.02	67	22.42
<b>42</b>	50.08	236	21.22
<b>43</b>	1,499.75	4,882	30.72
<b>44</b>	15.55	63	24.69
<b>45</b>	26.16	49	53.39
<b>46</b>	25.09	86	29.18
<b>47</b>	90.25	134	67.35
<b>48</b>	50.02	175	28.58
<b>49</b>	44.00	291	15.12
<b>50</b>	50.16	111	45.19
<b>51</b>	267.50	535	50
<b>52</b>	100.00	1,056	9.47
<b>53</b>	40.04	147	27.24
<b>54</b>	30.20	66	45.75
<b>55</b>	10.91	53	20.58
<b>56</b>	17.62	19	92.75
<b>57</b>	120.01	286	41.96
<b>58</b>	1.80	257	0.7
<b>59</b>	89.84	210	42.78
<b>60</b>	19.93	66	30.2
<b>61</b>	799.97	2,518	31.77
<b>62</b>	399.87	704	56.8
<b>63</b>	254.12	340	74.74
<b>64</b>	349.88	1,162	30.11
<b>65</b>	859.94	5,023	17.12
<b>66</b>	400.12	2,800	14.29
<b>67</b>	15.93	84	18.96
<b>68</b>	28.16	86	32.74
<b>69</b>	3,097.19	4,037	76.72
<b>70</b>	200.05	1,791	11.17

## PERHITUNGAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>DPS</i>	<i>EPS</i>	<i>DP2</i>
<b>71</b>	300.11	1,085	27.66
<b>72</b>	10.08	44	22.91
<b>73</b>	14.99	210	7.14
<b>74</b>	1,149.85	3,720	30.91
<b>75</b>	5.01	25	20.05
<b>76</b>	268.02	209	128.24
<b>77</b>	9.98	21	47.51
<b>78</b>	75.17	140	53.69
<b>79</b>	9.87	29	34.02
<b>80</b>	69.83	475	14.7
<b>81</b>	60.03	155	38.73
<b>82</b>	24.98	154	16.22
<b>83</b>	69.90	228	30.66
<b>84</b>	100.02	1,147	8.72
<b>85</b>	1.95	1,390	0.14
<b>86</b>	49.94	298	16.76
<b>87</b>	49.90	215	23.21
<b>88</b>	12.12	14	86.6
<b>89</b>	0.86	343	0.25
<b>90</b>	150.11	371	40.46
<b>91</b>	0.79	232	0.34
<b>92</b>	1.00	1,671	0.06
<b>93</b>	400.08	703	56.91
<b>94</b>	149.80	372	40.27
<b>95</b>	36.16	48	75.34
<b>96</b>	499.98	1,282	39
<b>97</b>	799.83	4,716	16.96
<b>98</b>	349.92	2,382	14.69
<b>99</b>	15.94	81	19.68
<b>100</b>	28.04	64	43.81
<b>101</b>	3,342.10	4,282	78.05
<b>102</b>	300.09	956	31.39
<b>103</b>	120.13	313	38.38
<b>104</b>	4.95	15	32.98
<b>105</b>	600.06	2,764	21.71

## PERHITUNGAN *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

(dalam jutaan)

<b>No.</b>	<b>DPS</b>	<b>EPS</b>	<b>DPR</b>
<b>106</b>	2.04	10	20.4
<b>107</b>	49.12	164	29.95
<b>108</b>	9.99	97	10.3
<b>109</b>	19.80	47	42.13
<b>110</b>	79.94	376	21.26
<b>111</b>	24.99	178	14.04
<b>112</b>	89.89	241	37.3
<b>113</b>	99.89	433	23.07
<b>114</b>	1.98	640	0.31
<b>115</b>	35.11	74	47.44
<b>116</b>	50.00	275	18.18
<b>117</b>	24.39	17	143.49
<b>118</b>	0.49	273	0.18
<b>119</b>	149.99	363	41.32
<b>120</b>	35.11	37	94.9
<b>121</b>	1,399.96	2,258	62
<b>122</b>	84.96	717	11.85
<b>123</b>	165.17	401	41.19
<b>124</b>	80.02	170	47.07

# LAMPYRAN 9

**PERHITUNGAN *NON DEBT TAX SHIELD (NDTS)***

**PERHITUNGAN *NON DEBT TAX SHIELD* (NDTS)**

<i>No.</i>	<i>NDTS</i>
1	0
2	0
3	0
4	0
5	0
6	0
7	0
8	0
9	1
10	1
11	1
12	1
13	1
14	0
15	0
16	0
17	0
18	0
19	0
20	0
21	0
22	0
23	0
24	1
25	1
26	1
27	1
28	0
29	0
30	0
31	0
32	0
33	0
34	0

<i>No.</i>	<i>NDTS</i>
35	0
36	0
37	0
38	0
39	0
40	0
41	1
42	1
43	1
44	0
45	0
46	0
47	0
48	0
49	0
50	0
51	0
52	0
53	0
54	0
55	0
56	1
57	1
58	1
59	1
60	0
61	0
62	0
63	0
64	0
65	0
66	0
67	0
68	0

**PERHITUNGAN *NON DEBT TAX SHIELD* (NDTS)**

<i>No.</i>	<i>NDTS</i>
69	0
70	0
71	0
72	1
73	1
74	1
75	0
76	0
77	0
78	0
79	0
80	0
81	0
82	0
83	0
84	0
85	1
86	0
87	0
88	1
89	1
90	1
91	1
92	0
93	0
94	0
95	0
96	0
97	0
98	0
99	0
100	0
101	0
102	0

<i>No.</i>	<i>NDTS</i>
103	1
104	1
105	1
106	0
107	0
108	0
109	0
110	0
111	0
112	0
113	0
114	1
115	0
116	0
117	1
118	1
119	1
120	1
121	0
122	0
123	0
124	0

# LAMPYRAN 10

**PERHITUNGAN MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY**

## PERHITUNGAN MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY

(dalam jutaan)

No.	EA7	EPS	Close Price	Common Equity	EA7/ EPS	EA7/ EPS * CP	MBV Equity
1	38,465	2,922	14,000	123,774	13	184,295	1.4889638
2	34,396	2,148	7,400	216,860	16	118,496	0.5464192
3	26,128	58	950	83,007	450	427,959	5.1556931
4	646,172	71	775	3,058,713	9,101	7,053,286	2.3059653
5	93,729	4,448	34,000	215,109	21	716,454	3.3306542
6	57,464	871	12,100	381,519	66	798,294	2.0924105
7	2,243,215	1,166	13,000	6,111,108	1,924	25,010,116	4.0925665
8	1,526,834	209	14,900	3,821,862	7,305	108,850,845	28.481103
9	5,321	54	425	65,834	99	41,878	0.6361187
10	24,098	90	1,050	245,386	268	281,143	1.1457187
11	21,430	67	700	203,722	320	223,896	1.0990248
12	14,978	195	1,300	45,683	77	99,853	2.1857876
13	63,322	4,871	12,200	124,420	13	158,597	1.2746945
14	17,390	138	575	105,893	126	72,458	0.6842599
15	6,095	136	700	43,879	45	31,371	0.7149507
16	20,075	198	675	122,937	101	68,438	0.5566876
17	23,552	341	1,025	97,219	69	70,794	0.7281924
18	342,763	578	5,800	2,981,248	593	3,439,490	1.1537082
19	7,093	386	2,700	72,380	18	49,614	0.685469
20	17,274	125	420	123,518	138	58,041	0.4698962
21	146,920	381	1,025	539,132	386	395,257	0.7331363
22	491,011	2,388	1,000	202,552	206	205,616	1.015127
23	40,816	61	465	221,669	669	311,138	1.4036169
24	11,631	17	1,175	109,266	684	803,907	7.3573422
25	37,224	908	6,000	251,100	41	245,974	0.9795841
26	30,795	367	925	114,014	84	77,617	0.6807657
27	59,034	227	2,000	291,284	260	520,123	1.7856228
28	45,553	51	550	160,560	893	491,258	3.0596527
29	347,787	773	3,075	1,053,291	450	1,383,499	1.3135016
30	53,025	340	2,900	241,465	156	452,272	1.8730336
31	31,447	294	1,350	227,725	107	144,399	0.6340959
32	813,205	1,066	12,500	1,425,559	763	9,535,706	6.6890994
33	48,014	3,648	35,000	164,892	13	460,661	2.7937113
34	44,595	2,785	7,600	256,651	16	121,696	0.4741673



## PERHITUNGAN *MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY*

(dalam jutaan)

No.	EAT	EPS	Close Price	Common Equity	EAT/ EPS	EAT/ EPS * CP	MBV Equity
35	25,897	58	775	103,995	447	346,038	3.3274436
36	746,330	82	625	3,561,581	9,102	5,688,491	1.5971814
37	113,836	5,403	21,000	291,925	21	442,450	1.5156282
38	113,420	1,716	6,300	403,211	66	416,402	1.0327151
39	2,087,361	1,085	8,650	8,198,192	1,924	16,641,173	2.0298589
40	955,413	212	3,200	4,161,567	4,507	14,421,328	3.4653601
41	6,573	67	420	69,908	98	41,204	0.5894015
42	18,095	236	950	61,090	77	72,840	1.1923399
43	63,468	4,882	14,000	141,738	13	182,006	1.2840998
44	48,975	63	240	389,915	777	186,571	0.4784926
45	92,149	49	1,400	804,336	1,881	2,632,829	3.2732945
46	10,792	86	400	110,388	125	50,195	0.4547174
47	5,976	134	450	46,523	45	20,069	0.4313706
48	22,132	175	405	140,009	126	51,220	0.365832
49	126,294	291	1,250	539,414	434	542,500	1.005721
50	33,160	111	490	251,203	299	146,382	0.5827239
51	317,467	535	5,500	3,161,614	593	3,263,679	1.0322827
52	19,400	1,056	4,000	89,524	18	73,485	0.8208396
53	56,614	147	825	555,648	385	317,732	0.5718218
54	13,480	66	1,025	199,222	204	209,348	1.0508302
55	106,445	53	120	310,332	2,008	241,008	0.776612
56	15,603	19	1,875	1,216,563	821	1,539,770	1.265672
57	11,726	286	4,900	258,725	41	200,900	0.7765001
58	43,221	257	700	153,875	168	117,723	0.7650532
59	54,645	210	1,800	331,125	260	468,386	1.4145284
60	59,026	66	460	201,464	894	411,393	2.0420191
61	56,398	2,518	10,500	127,494	22	235,178	1.8446226
62	316,927	704	3,250	1,270,581	450	1,463,086	1.1515097
63	36,364	340	1,250	249,049	107	133,691	0.5368067
64	886,944	1,162	16,350	1,728,199	763	12,479,806	7.2212783
65	66,110	5,023	37,500	220,765	13	493,555	2.2356562
66	44,839	2,800	8,200	295,084	16	131,314	0.9603415
67	37,650	84	900	136,737	448	403,393	0.1101354
68	802,633	86	600	3,662,698	9,333	5,599,765	19.791282

## PERHITUNGAN MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY

(dalam jutaan)

No.	EAT	EPS	Close Price	Common Equity	EAT / EPS	EAT / EPS * CP	MBV Equity
69	85,050	4,037	27,500	282,941	21	579,360	1.43216205
70	118,180	1,791	8,950	404,535	66	590,570	0.06082268
71	2,086,893	1,085	8,300	9,709,701	1,923	15,964,251	3.06952106
72	4,288	44	200	73,080	97	19,491	0.26559438
73	16,136	210	2,000	73,386	77	153,676	1.03034657
74	48,362	3,720	15,000	149,150	13	195,008	0.4915769
75	19,451	25	180	396,699	778	140,047	0.17805387
76	80,676	209	1,350	786,544	386	521,113	4.7421323
77	2,651	21	220	109,890	126	27,772	0.57180113
78	6,247	140	500	48,570	45	22,311	0.16092204
79	4,958	29	275	138,643	171	47,016	0.06477599
80	206,684	475	1,325	725,817	435	576,540	1.80892755
81	46,883	155	850	318,719	302	257,100	0.8066677
82	1,479	154	350	11,248	10	3,361	0.29884101
83	11,876	228	750	94,506	52	39,066	0.41336835
84	21,069	1,147	1,800	108,756	18	33,064	0.30401834
85	68,874	1,390	5,500	107,468	50	272,523	2.53585273
86	61,334	298	1,025	254,389	206	210,964	0.82929789
87	12,086	215	350	91,376	56	19,675	0.21531785
88	11,605	14	450	119,014	829	373,018	3.13423511
89	257,379	343	1,400	1,047,092	750	1,050,527	1.00328007
90	15,200	371	4,350	268,361	41	178,221	0.66410926
91	38,983	232	395	177,738	168	66,372	0.37342559
92	37,429	1,671	10,000	149,243	22	223,992	1.50085178
93	316,307	703	4,125	1,423,573	450	1,855,998	1.30376011
94	58,109	372	1,500	303,471	156	234,310	0.77210173
95	20,452	48	360	240,160	426	153,390	0.6386992
96	978,249	1,282	18,200	2,019,748	763	13,887,778	6.87599558
97	62,071	4,716	47,800	270,764	13	629,134	2.32354946
98	38,149	2,382	8,700	326,828	16	139,335	0.42632559
99	36,280	81	925	165,877	448	414,309	2.49768589
100	603,481	64	800	4,093,881	9,429	7,543,513	1.84263111
101	90,222	4,282	32,000	268,297	21	674,242	2.51304317
102	1,838,673	956	13,600	10,970,871	1,923	26,156,854	2.38420946

## PERHITUNGAN *MARKET TO BOOK VALUE OF EQUITY*

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>EAT</i>	<i>EPS</i>	<i>Close Price</i>	<i>Common Equity</i>	<i>EAT / EPS</i>	<i>EAT / EPS * CP</i>	<i>MBV Equity</i>
<b>103</b>	1,406,844	313	4,475	5,768,407	4,495	20,113,824	3.48689404
<b>104</b>	5,822	15	385	73,488	388	149,431	2.03341135
<b>105</b>	35,931	2,764	14,100	158,431	13	183,295	1.15693834
<b>106</b>	7,647	10	285	399,392	765	217,940	0.54567818
<b>107</b>	62,715	164	3,000	842,313	382	1,147,226	1.36199442
<b>108</b>	4,342	97	950	49,788	45	42,525	0.8541163
<b>109</b>	8,007	47	300	144,963	170	51,109	0.35256245
<b>110</b>	163,299	376	1,975	858,047	434	857,754	0.99965859
<b>111</b>	1,709	178	550	12,717	10	5,281	0.41524086
<b>112</b>	12,550	241	850	103,415	52	44,263	0.42801804
<b>113</b>	7,960	433	2,200	115,666	18	40,443	0.34965693
<b>114</b>	30,684	640	4,650	129,244	48	222,938	1.72494226
<b>115</b>	15,168	74	1,025	259,278	205	210,097	0.81031672
<b>116</b>	15,450	275	1,791	100,501	56	100,622	1.00120035
<b>117</b>	14,008	17	480	123,390	824	395,520	1.42737535
<b>118</b>	206,398	273	1,550	1,194,707	756	1,171,857	3.27949888
<b>119</b>	14,885	363	3,750	277,096	41	153,771	0.96406125
<b>120</b>	47,898	37	265	357,328	1,295	343,053	0.22024293
<b>121</b>	50,580	2,258	16,000	159,503	22	358,406	2.24701522
<b>122</b>	322,698	717	5,900	1,557,613	450	2,655,395	1.70478481
<b>123</b>	62,496	401	2,350	342,567	156	366,248	1.06912919
<b>124</b>	1,296,711	170	3,625	2,095,659	7,628	27,650,455	13.1941576

# LAMP IRAN 1 1

**PERHITUNGAN *FUTURE ABNORMAL EARNING***

## PERHITUNGAN *FUTURE ABNORMAL EARNING*

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>EPS (t)</i>	<i>EPS (t+1)</i>	<i>Close Price</i>	<i>EPS (t+1) - EPS (t)</i>	<i>fAE</i>
<b>1</b>	2,922	3,648	14,000	726	0.051857143
<b>2</b>	2,148	2,785	7,400	637	0.086081081
<b>3</b>	58	59	950	1	0.001052632
<b>4</b>	71	82	775	11	0.014193548
<b>5</b>	4,448	5,403	34,000	955	0.028088235
<b>6</b>	871	1,716	12,100	845	0.069834711
<b>7</b>	1,166	1,085	13,000	-81	-0.006230769
<b>8</b>	209	212	14,900	3	0.000201342
<b>9</b>	54	67	425	13	0.030588235
<b>10</b>	90	26	1,050	-64	-0.060952381
<b>11</b>	67	23	700	-44	-0.062857143
<b>12</b>	195	236	1,300	41	0.031538462
<b>13</b>	4,871	4,882	12,200	11	0.000901639
<b>14</b>	138	86	575	-52	-0.090434783
<b>15</b>	136	134	700	-2	-0.002857143
<b>16</b>	198	175	675	-23	-0.034074074
<b>17</b>	341	526	1,025	185	0.180487805
<b>18</b>	578	535	5,800	-43	-0.007413793
<b>19</b>	386	1,056	2,700	670	0.248148148
<b>20</b>	125	63	420	-62	-0.147619048
<b>21</b>	381	147	1,025	-234	-0.228292683
<b>22</b>	2,388	66	1,000	-2,322	-2.322
<b>23</b>	61	53	465	-8	-0.017204301
<b>24</b>	17	19	1,175	2	0.001702128
<b>25</b>	908	286	6,000	-622	-0.103666667
<b>26</b>	367	257	925	-110	-0.118918919
<b>27</b>	227	210	2,000	-17	-0.0085
<b>28</b>	51	66	550	15	0.027272727
<b>29</b>	773	704	3,075	-69	-0.022439024
<b>30</b>	340	300	2,900	-40	-0.013793103
<b>31</b>	294	340	1,350	46	0.034074074
<b>32</b>	1,066	1,162	12,500	96	0.00768
<b>33</b>	3,648	5,023	35,000	1,375	0.039285714
<b>34</b>	2,785	2,800	7,600	15	0.001973684

**PERHITUNGAN *FUTURE ABNORMAL EARNING***

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>EPS (t)</i>	<i>EPS (t+1)</i>	<i>Close Price</i>	<i>EPS (t+1) - EPS (t)</i>	<i>F<sub>AE</sub></i>
<b>35</b>	58	84	775	26	0.033548387
<b>36</b>	82	86	625	4	0.0064
<b>37</b>	5,403	4,037	21,000	-1,366	-0.065047619
<b>38</b>	1,716	1,791	6,300	75	0.011904762
<b>39</b>	1,085	1,085	8,650	0	0
<b>40</b>	212	371	3,200	159	0.0496875
<b>41</b>	67	44	420	-23	-0.054761905
<b>42</b>	236	210	950	-26	-0.027368421
<b>43</b>	4,882	3,720	14,000	-1,162	-0.083
<b>44</b>	63	25	240	-38	-0.158333333
<b>45</b>	49	209	1,400	160	0.114285714
<b>46</b>	86	21	400	-65	-0.1625
<b>47</b>	134	140	450	6	0.013333333
<b>48</b>	175	29	405	-146	-0.360493827
<b>49</b>	291	476	1,250	185	0.148
<b>50</b>	111	155	490	44	0.089795918
<b>51</b>	535	453	5,500	-82	-0.014909091
<b>52</b>	1,056	1,147	4,000	91	0.02275
<b>53</b>	147	140	825	-7	-0.008484848
<b>54</b>	66	298	1,025	232	0.226341463
<b>55</b>	53	-19	120	-72	-0.6
<b>56</b>	19	14	1,875	-5	-0.002666667
<b>57</b>	286	401	4,900	115	0.023469388
<b>58</b>	257	232	700	-25	-0.035714286
<b>59</b>	210	155	1,800	-55	-0.030555556
<b>60</b>	66	104	460	38	0.082608696
<b>61</b>	2,518	1,671	10,500	-847	-0.080666667
<b>62</b>	704	703	3,250	-1	-0.000307692
<b>63</b>	340	48	1,250	-292	-0.2336
<b>64</b>	1,162	1,282	16,350	120	0.00733945
<b>65</b>	5,023	4,716	37,500	-307	-0.008186667
<b>66</b>	2,800	2,382	8,200	-418	-0.05097561
<b>67</b>	84	81	900	-3	-0.003333333
<b>68</b>	86	64	600	-22	-0.036666667

**PERHITUNGAN *FUTURE ABNORMAL EARNING***

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>EPS (t)</i>	<i>EPS (t+1)</i>	<i>Close Price</i>	<i>EPS (t+1) - EPS (t)</i>	<i>FAE</i>
<b>69</b>	4,037	4,282	27,500	245	0.008909091
<b>70</b>	1,791	748	8,950	-1,043	-0.116536313
<b>71</b>	1,085	956	8,300	-129	-0.015542169
<b>72</b>	44	-479	200	-523	-2.615
<b>73</b>	210	15	2,000	-195	-0.0975
<b>74</b>	3,720	2,764	15,000	-956	-0.063733333
<b>75</b>	25	10	180	-15	-0.083333333
<b>76</b>	209	164	1,350	-45	-0.033333333
<b>77</b>	21	-13	220	-34	-0.154545455
<b>78</b>	140	97	500	-43	-0.086
<b>79</b>	29	47	275	18	0.065454545
<b>80</b>	475	376	1,325	-99	-0.074716981
<b>81</b>	155	178	850	23	0.027058824
<b>82</b>	154	178	350	24	0.068571429
<b>83</b>	228	241	750	13	0.017333333
<b>84</b>	1,147	433	1,800	-714	-0.396666667
<b>85</b>	1,390	640	5,500	-750	-0.136363636
<b>86</b>	298	74	1,025	-224	-0.218536585
<b>87</b>	215	275	350	60	0.171428571
<b>88</b>	14	17	450	3	0.006666667
<b>89</b>	343	273	1,400	-70	-0.05
<b>90</b>	371	363	4,350	-8	-0.00183908
<b>91</b>	232	253	395	21	0.053164557
<b>92</b>	1,671	2,258	10,000	587	0.0587
<b>93</b>	703	717	4,125	14	0.003393939
<b>94</b>	372	401	1,500	29	0.019333333
<b>95</b>	48	25	360	-23	-0.063888889
<b>96</b>	1,282	170	18,200	-1,112	-0.061098901
<b>97</b>	4,716	6,962	47,800	2,246	0.046987448
<b>98</b>	2,382	3,636	8,700	1,254	0.144137931
<b>99</b>	81	80	925	-1	-0.001081081
<b>100</b>	64	245	800	181	0.22625
<b>101</b>	4,282	4,913	32,000	631	0.01971875
<b>102</b>	956	1,517	13,600	561	0.04125

## PERHITUNGAN *FUTURE ABNORMAL EARNING*

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>EPS (t)</i>	<i>EPS (t+1)</i>	<i>Close Price</i>	<i>EPS (t+1) - EPS (t)</i>	<i>F AE</i>
<b>103</b>	313	454	4,475	141	0.03150838
<b>104</b>	15	4,631	385	4,616	11.98961039
<b>105</b>	2,764	67	14,100	-2,697	-0.191276596
<b>106</b>	10	6,046	285	6,036	21.17894737
<b>107</b>	164	21	3,000	-143	-0.047523333
<b>108</b>	97	67	950	-30	-0.031578947
<b>109</b>	47	476	300	429	1.43
<b>110</b>	376	573	1,975	197	0.099994937
<b>111</b>	178	453	550	275	0.499636364
<b>112</b>	241	-211	850	-452	-0.531764706
<b>113</b>	433	0	2,200	-433	-0.196818182
<b>114</b>	640	-107	4,650	-747	-0.160694624
<b>115</b>	74	387	1,025	313	0.305365854
<b>116</b>	275	25	1,791	-250	-0.139586823
<b>117</b>	17	294	480	277	0.576854167
<b>118</b>	273	610	1,550	337	0.217419355
<b>119</b>	363	44	3,750	-319	-0.085066667
<b>120</b>	37	3,702	265	3,665	13.83018868
<b>121</b>	2,258	855	16,000	-1,403	-0.0876875
<b>122</b>	717	529	5,900	-188	-0.031864407
<b>123</b>	401	192	2,350	-209	-0.08893617
<b>124</b>	170	0	3,625	-170	-0.046896552



# LAMPYRAN 12

**PERHITUNGAN ASSETS TANGIBILLITY**

## PERHITUNGAN ASSETS TANGIBILITY

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>Total Assets</i> (1)	<i>Fixed Assets</i> (2)	<i>Tangibility</i> (3)=(2)/(1)
1	341,018	186,353	0.546460891
2	386,524	166,665	0.431189266
3	186,774	43,738	0.234176063
4	12,554,630	5,203,971	0.414506122
5	433,607	254,834	0.587707302
6	812,466	192,506	0.236940377
7	10,483,195	1,626,388	0.155142397
8	8,524,815	1,948,528	0.228571295
9	514,988	115,014	0.223333359
10	317,093	145,550	0.459013602
11	250,405	36,899	0.147357281
12	115,784	22,527	0.194560561
13	207,844	47,658	0.229296973
14	137,239	11,234	0.081857198
15	58,399	11,585	0.198376685
16	151,811	55,257	0.363985482
17	164,391	45,453	0.276493239
18	7,502,821	4,833,520	0.644227018
19	509,855	33,487	0.065679458
20	211,192	72,697	0.344222319
21	586,546	98,461	0.167865777
22	423,006	142,128	0.335995234
23	399,171	51,421	0.128819478
24	126,758	54,685	0.431412613
25	406,151	168,605	0.415128856
26	401,966	43,018	0.107019002
27	529,837	250,270	0.472352818
28	481,812	64,028	0.132890007
29	1,428,314	262,981	0.184119878
30	333,582	172,091	0.515888147
31	278,400	49,214	0.176774425
32	2,253,637	505,967	0.224511312
33	513,597	289,204	0.563095189
34	346,404	160,807	0.464218081

## PERHITUNGAN ASSETS TANGIBILITY

(dalam jutaan)

No.	Total Assets (1)	Fixed Assets (2)	Tangibility (3)=(2)/(1)
35	210,261	54,805	0.260652237
36	12,979,102	5,427,878	0.418201352
37	517,775	259,917	0.501988315
38	730,886	179,069	0.245002641
39	13,448,124	2,191,965	0.16299411
40	9,470,540	1,942,925	0.205154616
41	458,983	138,243	0.301194162
42	158,528	24,090	0.151960537
43	222,913	55,449	0.248747269
44	762,821	182,757	0.239580452
45	2,211,461	953,213	0.43103315
46	131,619	10,415	0.079129913
47	59,710	11,617	0.194557026
48	162,305	54,461	0.335547272
49	1,645,701	865,129	0.525690268
50	480,699	266,998	0.555436978
51	8,763,075	4,604,937	0.525493277
52	619,900	85,789	0.138391676
53	619,645	108,806	0.17559409
54	479,708	152,239	0.317357643
55	537,519	71,588	0.133182269
56	137,165	57,930	0.42233806
57	390,074	181,161	0.464427263
58	569,402	117,575	0.206488562
59	567,043	286,673	0.50555778
60	568,511	81,548	0.143441376
61	162,720	14,802	0.090966077
62	1,663,925	282,251	0.169629641
63	295,031	52,284	0.177215276
64	2,682,025	676,805	0.252348505
65	536,787	338,806	0.631174004
66	367,804	155,544	0.422899153
67	244,381	65,614	0.268490595
68	15,251,516	5,661,424	0.371204017

## PERHITUNGAN ASSETS TANGIBILITY

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>Total Assets</i> (1)	<i>Fixed Assets</i> (2)	<i>Tangibility</i> (3)=(2)/(1)
69	475,039	246,924	0.519797322
70	696,440	159,873	0.229557464
71	15,452,703	3,800,069	0.245916135
72	418,678	127,194	0.303799101
73	140,844	22,433	0.15927551
74	210,082	54,357	0.258741825
75	902,286	283,651	0.31436928
76	1,855,530	754,546	0.406647157
77	125,604	18,309	0.145767651
78	58,300	12,496	0.214339623
79	164,060	52,889	0.32237596
80	1,378,137	835,855	0.606510819
81	526,788	292,482	0.555217659
82	34,853	13,767	0.395001865
83	108,263	15,869	0.14657824
84	569,271	113,249	0.198936886
85	551,573	327,872	0.594430837
86	435,378	168,213	0.386360817
87	144,680	66,623	0.460485209
88	138,463	52,417	0.378563226
89	1,831,509	339,918	0.185594502
90	384,872	169,949	0.441572783
91	638,784	170,352	0.266681695
92	172,336	29,471	0.171008959
93	1,816,536	346,962	0.191001995
94	356,007	169,007	0.474729429
95	291,549	55,679	0.190976474
96	3,091,853	745,295	0.24105124
97	523,302	310,916	0.594142579
98	398,250	142,936	0.358910232
99	280,571	77,067	0.274679136
100	15,308,854	5,825,951	0.380560883
101	483,004	245,422	0.508115875
102	17,338,899	4,936,413	0.284701641

## PERHITUNGAN ASSETS TANGIBILITY

(dalam jutaan)

<b>No.</b>	<b>Total Assets (1)</b>	<b>Fixed Assets (2)</b>	<b>Tangibility (3)=(2)/(1)</b>
<b>103</b>	10,197,768	2,139,524	0.209803165
<b>104</b>	112,292	18,106	0.161240338
<b>105</b>	232,263	53,680	0.231117311
<b>106</b>	1,228,714	380,158	0.309395026
<b>107</b>	2,256,579	927,990	0.411237541
<b>108</b>	60,825	12,816	0.210702836
<b>109</b>	169,119	46,965	0.277703865
<b>110</b>	1,198,552	887,635	0.740589478
<b>111</b>	34,163	12,653	0.370371454
<b>112</b>	119,865	15,420	0.128644725
<b>113</b>	558,372	127,446	0.228245686
<b>114</b>	554,920	313,317	0.564616521
<b>115</b>	559,763	198,450	0.35452504
<b>116</b>	231,751	94,740	0.408800825
<b>117</b>	147,905	52,417	0.354396403
<b>118</b>	1,957,303	460,309	0.235175136
<b>119</b>	388,062	151,253	0.389765038
<b>120</b>	632,610	251,393	0.397390177
<b>121</b>	200,328	45,773	0.228490276
<b>122</b>	1,943,351	398,461	0.205038102
<b>123</b>	386,344	181,434	0.46961775
<b>124</b>	3,416,262	876,480	0.256561119

# LAMPIRAN 13

**PERHITUNGAN SIZE PERUSAHAAN (*Log Sales*)**

## PERHITUNGAN SIZE PERUSAHAAN (*LOG SALES*)

(dalam jutaan)

<i>No.</i>	<i>Sales</i>	<i>Log Sales</i>
<b>1</b>	793,652	5.899630115
<b>2</b>	306,073	5.48582502
<b>3</b>	593,904	5.77371625
<b>4</b>	14,644,598	7.165677455
<b>5</b>	569,921	5.75581466
<b>6</b>	713,986	5.853689696
<b>7</b>	17,970,450	7.254558952
<b>8</b>	14,066,515	7.148186514
<b>9</b>	500,693	5.69957152
<b>10</b>	215,179	5.332799885
<b>11</b>	386,343	5.586973048
<b>12</b>	287,978	5.459359311
<b>13</b>	407,232	5.609841897
<b>14</b>	79,163	4.898522244
<b>15</b>	80,344	4.90495345
<b>16</b>	100,389	5.001686128
<b>17</b>	211,670	5.32565931
<b>18</b>	4,659,202	6.66831154
<b>19</b>	1,039,916	6.01699826
<b>20</b>	117,678	5.070695279
<b>21</b>	615,893	5.789505268
<b>22</b>	648,626	5.811994353
<b>23</b>	1,139,133	6.056574433
<b>24</b>	153,595	5.186377078
<b>25</b>	593,046	5.773088381
<b>26</b>	489,128	5.689422525
<b>27</b>	565,090	5.752117622
<b>28</b>	763,624	5.882879569
<b>29</b>	1,785,230	6.251694176
<b>30</b>	527,633	5.72233195
<b>31</b>	228,226	5.358365119
<b>32</b>	6,012,611	6.779063107
<b>33</b>	793,652	5.899630115
<b>34</b>	306,073	5.48582502
<b>35</b>	593,904	5.77371625

**PERHITUNGAN SIZE PERUSAHAAN (LOG SALES)****(dalam jutaan)**

<i>No.</i>	<i>Sales</i>	<i>Log Sales</i>
<b>36</b>	14,644,598	7.165677455
<b>37</b>	569,921	5.75581466
<b>38</b>	713,986	5.853689696
<b>39</b>	17,970,450	7.254558952
<b>40</b>	14,066,515	7.148186514
<b>41</b>	500,693	5.69957152
<b>42</b>	287,978	5.459359311
<b>43</b>	407,232	5.609841897
<b>44</b>	1,039,517	6.016831596
<b>45</b>	1,880,269	6.274219986
<b>46</b>	79,163	4.898522244
<b>47</b>	80,344	4.90495345
<b>48</b>	100,389	5.001686128
<b>49</b>	1,226,821	6.088781201
<b>50</b>	383,641	5.583925014
<b>51</b>	4,659,202	6.66831154
<b>52</b>	1,039,916	6.01699826
<b>53</b>	615,893	5.789505268
<b>54</b>	648,626	5.811994353
<b>55</b>	1,139,133	6.056574433
<b>56</b>	153,595	5.186377078
<b>57</b>	593,046	5.773088381
<b>58</b>	489,128	5.689422525
<b>59</b>	565,090	5.752117622
<b>60</b>	763,624	5.882879569
<b>61</b>	224,074	5.350391467
<b>62</b>	1,785,230	6.251694176
<b>63</b>	228,226	5.358365119
<b>64</b>	6,012,611	6.779063107
<b>65</b>	1,021,899	6.009407974
<b>66</b>	277,637	5.443477343
<b>67</b>	715,230	5.854445722
<b>68</b>	16,466,285	7.216595628
<b>69</b>	542,394	5.734314877
<b>70</b>	743,855	5.871488287



**PERHITUNGAN SIZE PERUSAHAAN (LOG SALES)****(dalam jutaan)**

<b>No.</b>	<b>Sales</b>	<b>Log Sales</b>
<b>71</b>	20,939,084	7.320957679
<b>72</b>	363,803	5.560866276
<b>73</b>	300,118	5.477292044
<b>74</b>	411,028	5.613871408
<b>75</b>	1,113,638	6.046744042
<b>76</b>	1,540,879	6.187768536
<b>77</b>	58,302	4.765683453
<b>78</b>	75,449	4.877653488
<b>79</b>	84,970	4.929265618
<b>80</b>	1,294,284	6.112029582
<b>81</b>	446,215	5.649544165
<b>82</b>	57,462	4.759380738
<b>83</b>	83,535	4.921868477
<b>84</b>	953,103	5.979139837
<b>85</b>	414,704	5.617738224
<b>86</b>	543,557	5.735245093
<b>87</b>	281,614	5.449654241
<b>88</b>	128,412	5.10860561
<b>89</b>	2,063,493	6.314603
<b>90</b>	563,247	5.750698887
<b>91</b>	507,874	5.70575598
<b>92</b>	220,918	5.344231103
<b>93</b>	1,959,435	6.292130861
<b>94</b>	582,748	5.765480792
<b>95</b>	252,977	5.403081038
<b>96</b>	7,015,181	6.846038881
<b>97</b>	1,077,222	6.032305214
<b>98</b>	302,646	5.480934938
<b>99</b>	795,290	5.900525522
<b>100</b>	17,871,425	7.252159183
<b>101</b>	562,852	5.750394214
<b>102</b>	23,137,376	7.364314104
<b>103</b>	14,675,125	7.166581809
<b>104</b>	264,225	5.421973907
<b>105</b>	407,805	5.610452546

**PERHITUNGAN SIZE PERUSAHAAN (LOG SALES)****(dalam jutaan)**

<b>No.</b>	<b>Sales</b>	<b>Log Sales</b>
<b>106</b>	1,258,443	6.099833549
<b>107</b>	2,119,267	6.326185676
<b>108</b>	81,874	4.913146009
<b>109</b>	147,258	5.168078898
<b>110</b>	1,357,378	6.132700806
<b>111</b>	65,106	4.813621014
<b>112</b>	87,997	4.944467866
<b>113</b>	1,020,375	6.00875981
<b>114</b>	469,829	5.67193982
<b>115</b>	647,473	5.811221663
<b>116</b>	528,783	5.723277484
<b>117</b>	142,696	5.154411799
<b>118</b>	2,151,505	6.33274236
<b>119</b>	588,779	5.769952312
<b>120</b>	637,589	5.804540816
<b>121</b>	296,320	5.471760965
<b>122</b>	2,124,162	6.327187635
<b>123</b>	637,156	5.804245777
<b>124</b>	8,123,625	6.909749867