

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini penulis akan menganalisis data yang telah terkumpul. Data yang telah dikumpulkan tersebut berupa insider ownership, debt, DPR, institusi, risk, profitabilitas, fisk asset, growth dan size pada perusahaan sampel yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1999 sampai dengan tahun 2003. Hasil pengolahan data berupa informasi untuk mengetahui apakah pengaruh utang dan dividen terhadap kepemilikan orang dalam, pengaruh kepemilikan orang dalam terhadap tingkat utang, dan pengaruh kepemilikan orang dalam terhadap dividen payout ratio.

Sesuai dengan permasalahan dan perumusan model yang telah dikemukakan, serta kepentingan pengujian hipotesis, maka teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini meliputi analisis deskriptive dan analisis verifikatif. Analisis verifikatif merupakan analisis yang mengacu pada perhitungan data penelitian yang berupa angka-angka yang dianalisis dengan bantuan komputer melalui program SPSS. Sedangkan analisis deskriptive merupakan analisis yang menjelaskan gejala-gejala yang terjadi pada variabel-variabel penelitian untuk mendukung hasil analisis verifikatif.

4.1. Analisis Deskriptif

Berikut akan dijelaskan analisis deskriptif yaitu menjelaskan deskripsi data dari seluruh variabel yang akan dimasukkan dalam model penelitian. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut:

Tabel 4.1

**Hasil perhitungan Mean dan Standar Deviasi
dari variabel-variabel penelitian**

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INSID	78	.010	31.820	4.14833	6.234914
DEBT	78	1.470	97.310	41.11192	23.213909
DPR	78	.080	484.310	43.98679	79.181565
INST	78	13.260	95.750	65.50705	14.868381
RISK	78	.006	.136	.03559	.025290
PRTBLTY	78	-1.990	140.780	14.49282	17.197866
FIXASST	78	7.913	85.437	35.62408	20.830838
GROWTH	78	-46.850	243.550	18.69654	35.704556
SIZE	78	5280.000	3.6E+07	3122978	7549539.221
Valid N (listwise)	78				

Sumber : Hasil olah data SPSS

Dari tabel 4.1 diatas dapat dijelaskan bahwa Insider Ownership, selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,01 artinya kepemilikan saham terendah yang dimiliki oleh direksi, dan manajemen komisaris adalah sebesar 0,01%. Nilai maksimum sebesar 31,82 artinya kepemilikan terbesar saham-saham yang dimiliki oleh orang dalam adalah sebesar 31,82%. Nilai rata-rata sebesar 4,15 artinya dari 78 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta

selama periode penelitian, rata-rata sahamnya dimiliki oleh orang dalam sebesar 4,15%. Sedangkan standar deviasi sebesar 6,23 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel Insider Ownership, adalah sebesar 6,23 dari 78 kasus yang terjadi.

Pada variabel debt yaitu persentase tingkat utang terhadap total assetnya, selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 1,47 dari 78 perusahaan. Hal ini berarti nilai terendah tingkat utang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut hanya sebesar 1,47% dan sisanya dalam bentuk modal. Nilai maksimum sebesar 97,31 artinya bahwa selama periode penelitian jumlah tingkat utang terbesar adalah 97,31% dari total aktivasinya. Nilai rata-rata sebesar 41,11 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata tingkat utang perusahaan adalah sebesar 41,11% dari seluruh total asset yang dimiliki perusahaan. Sedangkan standar deviasi sebesar 23,21 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel debt adalah sebesar 23,21 dari 78 kasus yang terjadi.

Pada variabel Dividen Payout Ratio (DPR), selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,08% dari 78 perusahaan. Hal ini berarti nilai terendah DPR adalah 0,08. Nilai maksimum sebesar 484,31 artinya bahwa selama periode penelitian DPR terbesar yang dibagikan adalah sebesar 484,31% dari laba bersih per lembar sahamnya. Nilai rata-rata sebesar 43,98 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata dividen yang dibagikan adalah sebesar 43,98% dari laba bersih per lembar sahamnya. Sedangkan standar deviasi sebesar 79,18

artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel DPR adalah sebesar 79,18 dari 78 kasus yang terjadi.

Pada variabel kepemilikan institusi, selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 13,26 dari 78 perusahaan. Hal ini berarti nilai terendah kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusi seperti LSM, pemerintah, dan perusahaan swasta adalah sebesar 13,26% dari total saham yang ada. Nilai maksimum sebesar 95,75 artinya bahwa selama periode penelitian saham yang dimiliki oleh investor institusi terbesar sebesar 95,75% dari total saham yang ada. Nilai rata-rata sebesar 65,51 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata investor institusi memiliki saham di perusahaan sebesar 65,65%. Sedangkan standar deviasi sebesar 14,87 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel kepemilikan institusi adalah sebesar 14,87 dari 78 kasus yang terjadi.

Analisis deskriptif variabel risiko bisnis, menunjukkan bahwa Risk selama periode penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,006 artinya bahwa standar deviasi return saham dari 78 perusahaan sampel selama periode penelitian terendah sebesar 0,006. Hal ini berarti return saham yang diperoleh pada perusahaan cenderung lebih stabil. Nilai maksimum sebesar 0,136 artinya bahwa selama periode penelitian Risk tertinggi dari 78 perusahaan sampel adalah sebesar 0,136. Artinya perusahaan ini cenderung memiliki return saham yang berfluktuasi sehingga sangat berisiko bagi pelaku bisnis. Nilai rata-rata sebesar 0,0356 artinya bahwa selama periode penelitian rata-rata Risk dari 78 perusahaan sampel periode penelitian adalah sebesar 0,0356. Sedangkan standar deviasi

sebesar 0,03 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel Risk adalah sebesar 0,03 dari 78 kasus yang terjadi.

Pada Variabel profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar -1,99 artinya bahwa perusahaan mengalami kerugian sebesar 1,99% dari total asset yang ada. Nilai maksimum sebesar 140,78 artinya bahwa selama periode penelitian perusahaan memiliki kemampuan tertinggi dalam menghasilkan laba yaitu sebesar 140,78% dari total asset yang dimiliki perusahaan. Nilai rata-rata sebesar 14,49 artinya bahwa dari 78 perusahaan sampel selama periode penelitian rata-rata perusahaan mampu menghasilkan laba sebesar 14,49% dari total assetnya. Nilai ini cukup baik karena kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba sudah diatas 10%. Sedangkan standar deviasi sebesar 17,19 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel profitabilitas adalah sebesar 17,19 dari 78 kasus yang terjadi.

Deskriptive Variabel aset tetap memiliki nilai minimum sebesar 7,91 artinya bahwa perusahaan memiliki nilai aktiva tetap terkecil yaitu sebesar 7,91% dari total assetnya. Nilai maksimum sebesar 85,44 artinya bahwa selama periode penelitian jumlah aktiva tetap perusahaan paling besar yaitu sebesar 85,44% dari total assetnya. Nilai rata-rata sebesar 35,62 artinya bahwa dari 78 perusahaan sampel selama periode penelitian rata-rata perusahaan memiliki aktiva tetap sebesar 35,62% dari total asset yang ada. Sedangkan standar deviasi sebesar 20,83 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel Fix Asset adalah sebesar 20,83 dari 78 kasus yang terjadi.

Deskriptive Variabel Growth memiliki nilai minimum sebesar -46,85 artinya bahwa perusahaan mengalami penurunan penjualan sebesar 46,85% dari total penjualan tahun sebelumnya. Nilai maksimum sebesar 243,55 artinya bahwa selama periode penelitian perusahaan mengalami peningkatan penjualan tertinggi yaitu sebesar 243,55% dari penjualan tahun sebelumnya. Nilai rata-rata sebesar 18,697 artinya bahwa dari 78 perusahaan sampel selama periode penelitian rata-rata perusahaan mengalami peningkatan penjualan sebesar 18,697%. Sedangkan standar deviasi sebesar 35,70 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel pertumbuhan adalah sebesar 35,70 dari 78 kasus yang terjadi.

Deskriptive Variabel Size memiliki nilai minimum sebesar 5280 artinya bahwa perusahaan ini memiliki ukuran paling kecil dengan kapitalisasi pasar sebesar Rp. 5280 juta. Nilai maksimum sebesar 36172854,40 artinya bahwa selama periode penelitian perusahaan yang ukurannya terbesar adalah sebesar Rp. 36172854,4 juta. Nilai rata-rata sebesar 3122978 artinya bahwa rata-rata kapitalisasi pasar pada perusahaan sampel adalah sebesar Rp.3122978 juta. Sedangkan standar deviasi sebesar 7549539,221 artinya selama periode penelitian, ukuran penyebaran dari variabel Size adalah sebesar 7549539,221 dari 78 kasus yang terjadi.

4.2. Analisis Inferensial

Untuk mempermudah perhitungan regresi dari data yang cukup banyak maka dalam penelitian ini diselesaikan dengan bantuan perangkat lunak (*soft*

were) komputer program SPSS 14.0.

Analisis regresi ini dilakukan dengan 3 tahap analisis yaitu analisis regresi faktor-faktor yang mempengaruhi Insider Ownership, tingkat utang dan DPR. Dengan menggunakan bantuan SPSS.14.0 hasil ketiga regresi tersebut dapat dilihat pada lampiran. Untuk membuktikan hipotesis penelitian digunakan uji F dan uji t. Uji F digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat sedangkan uji t digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat secara parsial.

4.2.1. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Insider Ownership

Hasil analisis regresi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Insider Ownership dapat ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 4.2

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Insider Ownership

Variabel	Koef. Regresi (b)	t hitung	Probabilitas	Keterangan
(Constant)	14.434	4.075	0.000	
DEBT	-0.094	-3.259 **	0.002	Signifikan
DPR	0.013	-1.538	0.128	Tidak Signifikan
INST	-0.098	-2.191 *	0.032	Signifikan
RISK	22.473	0.858	0.393	Tidak Signifikan
SIZE	-7.65E-008	-0.892	0.375	Tidak Signifikan

N	78			
R	0,505			
R2	0,255			
F hitung	4,921			
Probabilitas	0,001			

Ket: * : Signifikan pada taraf 5%

** : Signifikan pada taraf 1%

Sumber : Data hasil regresi

Pada penelitian ini digunakan model persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$\text{INSIDER} = a_0 + a_1 \text{DEBT} + a_2 \text{DPR} + a_3 \text{INST} + a_4 \text{RISK} + a_5 \text{SIZE}$$

Dengan memperhatikan model regresi dan hasil regresi linear berganda maka didapat persamaan faktor-faktor yang mempengaruhi Insider Ownership pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. sebagai berikut :

$$\text{INSIDER} = 14,434 - 0,098 \text{DEBT} - 0,013 \text{DPR} - 0,098 \text{INST} + 22,473 \text{RISK} - 7,65E-008 \text{SIZE}$$

Berdasarkan berbagai parameter dalam persamaan regresi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Harga saham, maka dapat diberikan interpretasi sebagai berikut:

1. Koefisien Konstanta (a_0)

Nilai konstanta sebesar 14,43 yang berarti bahwa jika tidak ada variabel bebas yang terdiri Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE maka besarnya Insider Ownership akan sebesar 14,43 %.

2. Koefisien Debt (a_1)

Tingkat utang (DEBT) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Insider Ownership, dengan koefisien regresi sebesar -0,094 yang artinya apabila Tingkat utang meningkat sebesar 1% , maka Insider Ownership akan menurun sebesar -0,094 , dengan asumsi bahwa DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE dalam kondisi konstan.

3. Koefisien DPR(a_2)

DPR mempunyai pengaruh yang positif terhadap Insider Ownership dengan koefisien regresi sebesar 0,013 yang artinya apabila DPR meningkat sebesar 1 % , maka Insider Ownership akan meningkat sebesar 0,013% dengan asumsi bahwa variabel Tingkat utang, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE dalam kondisi konstan.

4. Koefisien Kepemilikan Institusi (a_3)

Kepemilikan institusi (INST) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Insider Ownership, dengan koefisien regresi sebesar -0,098 yang artinya apabila kepemilikan institusi (INST) meningkat sebesar 1% , maka Insider Ownership akan menurun sebesar -0,098 % , dengan asumsi bahwa variabel Tingkat utang, DPR, Risiko Bisnis dan SIZE dalam kondisi konstan.

5. Koefisien Risiko Bisnis (a_4)

Risiko bisnis (RISK) mempunyai pengaruh yang positif terhadap Insider Ownership, dengan koefisien regresi sebesar 22,473 yang artinya apabila risiko bisnis (RISK) meningkat sebesar 1 satuan, maka Insider Ownership akan meningkat sebesar 22,473%, dengan asumsi bahwa variabel Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, dan SIZE, dalam kondisi konstan.

5. Koefisien Ukuran Perusahaan (a_5)

Ukuran perusahaan (SIZE) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Insider Ownership, dengan koefisien regresi sebesar $-7,65E-008$ yang artinya apabila Ukuran perusahaan (SIZE) meningkat sebesar 1 juta rupiah, maka Insider Ownership akan menurun sebesar $-7,65E-008\%$, dengan asumsi bahwa variabel Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, dan RISK, dalam kondisi konstan.

4.2.1.1. Uji F (Uji Secara Simultan)

Langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian hipotesis pertama adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

H_0 : Tidak ada pengaruh yang signifikan Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE, secara simultan terhadap Insider Ownership(Y).

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE , secara simultan terhadap Insider Ownership(Y)

2. Menentukan besarnya nilai F hitung dan Signifikansi F (Sig-F)
3. Menentukan level signifikansi 5%
4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (sig – F) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-F) ≤ 0,05

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari uji F yang menggunakan program SPSS for Windows, yaitu :

Tabel 4.3

Hasil Uji Anova

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	762.353	5	152.471	4.921	0.001
Residual	2230.957	72	30.986		
Total	2993.309	77			

Sumber : Data sekunder diolah, 2005

Berdasarkan tabel 4.3 di atas di dapat F_{hitung} sebesar 4,921 dengan probabilitas sebesar 0,001 yang nilainya lebih kecil dari 0,05 maka H_a diterima dan menolak H_o (hipotesis ditolak). Ini menunjukkan bahwa Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE secara

simultan berpengaruh secara signifikan terhadap Insider Ownership pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Kemudian untuk menunjukkan berapa persen harga saham yang dapat dijelaskan oleh kelima variabel bebasnya dapat dilihat dari tabel 4.4 dibawah ini:

Tabel 4.4

Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi, dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.505	0.255	0.203	5.566

Sumber : Data Sekunder diolah, 2005

Dari tabel 4.4 di atas dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,255. Dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0,255, maka dapat diartikan bahwa 25,5% Insider Ownership dapat dijelaskan oleh kelima variabel bebas yang terdiri dari Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE. Sedangkan sisanya sebesar 74,5% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

4.2.1.2. Uji t (Uji secara Parsial)

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas yang berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE , secara parsial terhadap Insider Ownership (Y).

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Tingkat utang, DPR, Kepemilikan Institusi, Risiko Bisnis dan SIZE , secara parsial terhadap Insider Ownership (Y)

2. Menentukan besarnya nilai t hitung dan Signifikansi t (Sig-t)

3. Menentukan level signifikansi 5%

4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (Sig - t) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-t) ≤ 0,05

Hasil uji t pada variabel tingkat utang (DEBT) seperti pada tabel 4.2 diatas diperoleh t hitung sebesar -3,259 dengan probabilitas sebesar 0,005 yang nilainya dibawah 0,05. Dengan demikian Ho ditolak dan Ha diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan tingkat utang (DEBT) secara parsial terhadap Insider Ownership(Y). Untuk variabel DPR diperoleh t hitung sebesar -1,538 dengan probabilitas sebesar 0,128 yang nilainya diatas 0,05. Dengan demikian Ho diterima dan Ha ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan DPR secara parsial terhadap Insider Ownership(Y). Hasil uji t pada variabel kepemilikan institusi (INST) diperoleh t hitung sebesar -2,191 dengan probabilitas sebesar 0,032 yang nilainya dibawah 0,05. Dengan demikian Ho ditolak dan Ha diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan

kepemilikan institusi (INST) secara parsial terhadap Insider Ownership pada level 10%. Hasil uji t pada variabel risiko bisnis (RISK) diperoleh t hitung sebesar 0,858 dengan probabilitas sebesar 0,393 yang nilainya jauh diatas 0,05. Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan risiko bisnis (RISK) secara parsial terhadap Insider Ownership(Y). Hasil uji t pada variabel ukuran perusahaan (SIZE) diperoleh t hitung sebesar -0,892 dengan probabilitas sebesar 0,375 yang nilainya jauh diatas 0,05. Dengan demikian H_0 diterima dan H_a ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan ukuran perusahaan (SIZE) secara parsial terhadap Insider Ownership(Y)

Berdasarkan hasil uji t diatas maka dapat diketahui bahwa hanya variabel tingkat utang dan kepemilikan institusi yang terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap Insider Ownership pada level 5%. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan **“Utang dan deviden memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kepemilikan orang dalam atau insider ownership”** dapat diterima.

4.2.2. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat utang

Pada regresi model 2 merupakan hasil analisis regresi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat utang dapat ditunjukkan pada tabel berikut

:

Tabel 4.5

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat utang

Variabel	Koef. Regresi (b)	t hitung	Probabilitas	Keterangan
(Constant)	23.576	1.786	0.078	
INSIDER	-1.398	-3.292 **	0.002	Signifikan
DPR	-0.037	-1.182	0.241	Tidak Signifikan
INST	0.245	1.378	0.173	Tidak Signifikan
RISK	129.630	1.311	0.194	Tidak Signifikan
PRTBLTY	0.096	0.665	0.508	Tidak Signifikan
FIXASSET	0.081	0.671	0.504	Tidak Signifikan
N	78			
R	0,476			
R2	0,226			
F hitung	3,458			
Probabilitas	0,005			

Ket: ** : Signifikan pada taraf 1%

Sumber : Data hasil regresi

Pada penelitian ini digunakan model persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$DEBT = b_0 + b_1 INSIDER + b_2 DPR + b_3 INST + b_4 RISK + b_5 PROFITABILITY + b_6 FIXED ASSET + e$$

Dengan memperhatikan model regresi dan hasil regresi linear berganda maka didapat persamaan faktor-faktor yang mempengaruhi Tingkat utang pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. sebagai berikut :

$$\text{DEBT} = 23,576 - 1,398 \text{ INSIDER} - 0,037 \text{ DPR} + 0,245 \text{ INST} + 129,630 \text{ RISK} \\ + 0,096 \text{ PROFITABILITY} + 0,081 \text{ FIXED ASSET}$$

Berdasarkan berbagai parameter dalam persamaan regresi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Tingkat utang, maka dapat diberikan interpretasi sebagai berikut:

1. Konstanta (Koefisien b_0)

Nilai konstanta sebesar 23,576 yang berarti bahwa jika tidak ada variabel bebas yang terdiri Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset, maka besarnya Tingkat utang akan sebesar 23,576% artinya besarnya tingkat utang jangka panjang perusahaan sebesar 23,576% dari seluruh total tingkat utang yang ada.

2. Koefisien Insider Ownership (b_1)

Insider Ownership (INS) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar $-1,398$ yang artinya apabila Insider Ownership meningkat sebesar 1 %, maka Tingkat utang akan menurun sebesar $-1,398\%$, dengan asumsi bahwa DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset dalam kondisi konstan.

3. Koefisien deviden (b_2)

Dividen Payout Ratio (DPR) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar $-0,037$ yang artinya apabila DPR meningkat sebesar 1 %, maka Tingkat utang akan menurun sebesar 0,037%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset dalam kondisi konstan.

4. Koefisien Kepemilikan Institusi (b_3)

Kepemilikan institusi (INST) mempunyai pengaruh yang positif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar 0,245 yang artinya apabila kepemilikan institusi (INST) meningkat sebesar 1% , maka Tingkat utang akan meningkat sebesar 0,245%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, DPR, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset dalam kondisi konstan.

5. Koefisien Risiko Bisnis (b_4)

Risiko bisnis (RISK) mempunyai pengaruh yang positif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar 129,630 yang artinya apabila risiko bisnis meningkat sebesar 1 satuan, maka Tingkat utang akan meningkat sebesar 129,630%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Profitability dan Fixed Asset dalam kondisi konstan.

6. Koefisien Risiko Bisnis (b_5)

Profitability mempunyai pengaruh yang positif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar 0,096 yang artinya apabila profitability meningkat sebesar 1 %, maka Tingkat utang akan meningkat sebesar 0,096%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, dan Fixed Asset dalam kondisi konstan.

7. Koefisien Fixed Asset (b_6)

Fixed Asset mempunyai pengaruh yang positif terhadap Tingkat utang, dengan koefisien regresi sebesar 0,081 yang artinya apabila fixed assets meningkat sebesar 1 %, maka Tingkat utang akan meningkat sebesar 0,081%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, dan Profitability dalam kondisi konstan.

4.2.2.1. Uji F (Uji Secara Simultan)

Langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian hipotesis kedua adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset , secara simultan terhadap Tingkat utang (Y).

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset secara simultan terhadap Tingkat utang (Y)

2. Menentukan besarnya nilai F hitung dan Signifikansi F (Sig-F)
3. Menentukan level signifikansi 5%
4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (sig – F) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-F) ≤ 0,05

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari uji F yang menggunakan program SPSS for Windows, yaitu :

Tabel 4.6
Hasil Uji Anova

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	9384.006	6	1564.001	3.458	0.005
Residual	32110.182	71	452.256		
Total	41494.188	77			

Sumber : Data sekunder diolah, 2005

Berdasarkan tabel 4.6 di atas di dapat F hitung sebesar 3,458 dengan probabilitas sebesar 0,007 yang nilainya lebih kecil dari 0,05 maka Ha diterima dan menolak Ho (hipotesis ditolak). Ini menunjukkan bahwa Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset secara simultan berpengaruh secara signifikan terhadap

tingkat utang pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Kemudian untuk menunjukkan berapa persen tingkat utang yang dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebasnya dapat dilihat dari tabel 4.7 dibawah ini:

Tabel 4.7
Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi,
dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.476	0.226	0.161	21.266

Sumber : Data Sekunder diolah, 2005

Dari tabel 4.7 di atas dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,226. Dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0,226, maka dapat diartikan bahwa 22,6% tingkat utang dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebas yang terdiri dari Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset. Sedangkan sisanya sebesar 77,4% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

4.2.2.2. Uji t (Uji secara Parsial)

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas yang berpengaruh

secara signifikan terhadap tingkat utang. Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset , secara parsial terhadap Tingkat utang (Y).

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset , secara parsial terhadap Tingkat utang (Y)

2. Menentukan besarnya nilai t hitung dan Signifikansi t (Sig-t)

3. Menentukan level signifikansi 5%

4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (Sig – t) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-t) \leq 0,05

Hasil uji t pada variabel Insider Ownership seperti pada tabel 4.5 diatas diperoleh t hitung sebesar $-3,292$ dengan probabilitas sebesar 0,002 yang nilainya dibawah 0,05. Dengan demikian Ho ditolak dan Ha diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership secara parsial terhadap Tingkat utang (Y). Sedangkan untuk variabel DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset diperoleh t hitung dengan probabilitas diatas 0,05 yang artinya bahwa DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset tidak pengaruh secara signifikan terhadap Tingkat utang (Y).

Berdasarkan hasil uji t diatas maka dapat diketahui bahwa hanya variabel Insider Ownership yang terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat utang pada level 5%. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan “Kepemilikan orang dalam atau insider ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat utang” tidak sepenuhnya dapat diterima.

4.2.3. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR)

Hasil analisis regresi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR) dapat ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 4.8

Hasil Regresi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR)

Variabel	Koef. Regresi (b)	t hitung	Probabilitas	Keterangan
(Constant)	61.018	1.238	0.220	
INSIDER	-2.037	-1.169	0.246	Tidak Signifikan
DEBT	-0.501	-1.152	0.253	Tidak signifikan
INST	0.373	0.536	0.575	Tidak signifikan
RISK	-435.403	-1.183	0.241	Tidak signifikan

PRTBLTY	0.434	0.817	0.417	Tidak signifikan
GROWTH	-0.171	0.633	0.529	Tidak signifikan
N	78			
R	0,292			
R2	0,085			
F hitung	1,100			
Probabilitas	0,371			

Ket: ** : Signifikan pada taraf 1%

Sumber : Data hasil regresi

Pada penelitian ini digunakan model persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$\text{DPR} = c_0 + c_1\text{INS} + c_2\text{DEBT} + c_3\text{INST} + c_4\text{RISK} + c_5\text{PROFIT} + c_6\text{GROWTH} + e$$

Dengan memperhatikan model regresi dan hasil regresi linear berganda maka didapat persamaan faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 61,018 - 2,037\text{INS} - 0,501 \text{ DEBT} + 0,373 \text{ INST} - 435,403 \text{ RISK} + 0,434 \text{ PROFIT} - 0,171 \text{ GROWTH}$$

Berdasarkan berbagai parameter dalam persamaan regresi mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi Dividen Payout Ratio (DPR), maka dapat

diberikan interpretasi sebagai berikut:

1. Konstanta (Koefisien c_0)

Nilai konstanta sebesar 61,018 yang berarti bahwa jika tidak ada variabel bebas yang terdiri Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan, maka besarnya Dividen Payout Ratio (DPR) akan sebesar 61,018%.

2. Koefisien Insider Ownership (c_1)

Insider Ownership (INS) mempunyai pengaruh yang positif terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar -2,037 yang artinya apabila Insider Ownership (INS) meningkat sebesar 1%, maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan menurun sebesar -2,037%, dengan asumsi bahwa tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan dalam kondisi konstan.

3. Koefisien Tingkat utang (c_2)

Tingkat utang (DEBT) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar -0,501 yang artinya apabila tingkat utang meningkat sebesar 1 %, maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan menurun sebesar 0,501%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan dalam kondisi konstan.

4. Koefisien Kepemilikan Institusi (b_3)

Kepemilikan Institusi (INST) mempunyai pengaruh yang positif

terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar 0,373 yang artinya apabila kepemilikan institusi meningkat sebesar 1% maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan meningkat sebesar 0,373%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, tingkat utang, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan dalam kondisi konstan.

5. Koefisien Risiko Bisnis (c_4)

Risiko bisnis (RISK) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar -435,403 yang artinya apabila risiko bisnis meningkat sebesar 1 satuan, maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan menurun sebesar 435,403%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, profitability dan pertumbuhan dalam kondisi konstan.

6. Koefisien Profitabilitas (c_5)

Profitabilitas (PROFIT) mempunyai pengaruh yang positif terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar 0,434 yang artinya apabila profitabilitas meningkat sebesar 1 satuan, maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan meningkat sebesar 0,434%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis dan pertumbuhan dalam kondisi konstan.

7. Koefisien Pertumbuhan (c_5)

Pertumbuhan (GROTH) mempunyai pengaruh yang negatif terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dengan koefisien regresi sebesar -0,171 yang artinya apabila pertumbuhan (GROWTH) meningkat sebesar 1 %, maka Dividen Payout Ratio (DPR) akan menurun sebesar 0,171%, dengan asumsi bahwa variabel Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis dan profitability dalam kondisi konstan.

4.3.3.1. Uji F (Uji Secara Simultan)

Langkah-langkah yang dilakukan dalam pengujian hipotesis ketiga adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

Ho : Tidak ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan simultan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR).

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan simultan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR).

2. Menentukan besarnya nilai F hitung dan Signifikansi F (Sig-F)

3. Menentukan level signifikansi 5%

4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (sig – F) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-F) \leq 0,05

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari uji F yang menggunakan

program SPSS for Windows, yaitu :

Tabel 4.9
Hasil Uji Anova

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	41053.139	6	6842.190	1.100	0.371
Residual	441715.320	71	6221.343		
Total	482768.459	77			

Sumber : Data sekunder diolah, 2005

Berdasarkan tabel 4.9 di atas di dapat F_{hitung} sebesar 1,100 dengan probabilitas sebesar 0,371 yang nilainya lebih besar dari 0,05 maka H_0 ditolak dan menolak H_a (hipotesis diterima). Ini menunjukkan bahwa Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan secara simultan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Kemudian untuk menunjukkan berapa persen Dividen Payout Ratio (DPR) yang dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebasnya dapat dilihat dari tabel 4.10 dibawah ini:

Tabel 4.10

**Nilai dari Koefisien Determinasi, Koefisien Korelasi,
dan Standar Error of Estimate dari Hasil Analisa Regresi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.292	0.085	0.008	78.875

Sumber : Data Sekunder diolah, 2005

Dari tabel 4.10 di atas dapat diketahui koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,085. Dengan nilai koefisien determinasi sebesar 0,085, maka dapat diartikan bahwa 8,5% Dividen Payout Ratio (DPR) dapat dijelaskan oleh keenam variabel bebas yang terdiri dari Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan. Sedangkan sisanya sebesar 91,5% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian.

4.3.3.2. Uji t (Uji secara Parsial)

Uji t digunakan untuk mengetahui variabel bebas secara parsial yang berpengaruh signifikan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR). Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Menentukan formula hipotesis

H_0 : Tidak ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan , secara parsial terhadap Dividen Payout Ratio

(DPR)

Ha : Ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan secara parsial terhadap Dividen Payout Ratio (DPR)

2. Menentukan besarnya nilai t hitung dan Signifikansi t (Sig-t)
3. Menentukan level signifikansi 5%
4. Menentukan Kriteria pengujian hipotesis

Ho diterima jika probabilitas (Sig - t) > 0,05

Ho ditolak jika probabilitas (Sig-t) ≤ 0,05

Hasil uji t pada variabel Insider Ownership (INS) seperti pada tabel 4.8 diatas diperoleh t hitung sebesar -1,169 dengan probabilitas sebesar 0,246 yang nilainya diatas 0,05. Dengan demikian Ho diterima dan Ha ditolak , artinya tidak ada pengaruh yang signifikan Insider Ownership secara parsial terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) (Y). Sedangkan variabel tingkat hutang (DEBT) diperoleh t hitung sebesar -1,152 dengan probabilitas sebesar 0,253 yang nilainya diatas 0,05. Dengan demikian Ho diterima dan Ha ditolak , artinya tidak ada pengaruh yang signifikan tingkat hutang secara parsial terhadap Dividen Payout Ratio (DPR) (Y). Sedangkan variabel eksogen seperti kepemilikan institusi, risiko bisnis, profitability dan pertumbuhan memiliki probabilitas lebih besar dari 0,05 artinya secara parsial tidak ada variabel yang berpengaruh signifikan terhadap DPR

Berdasarkan hasil uji t diatas maka hipotesis ketiga yang menyatakan “**Kepemilikan orang dalam atau insider ownership dan**

utang memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividend payout ratio” di tolak.

4.4. Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil analisis pada ketiga regresi diatas menunjukkan bahwa hanya pada persamaan pertama dan kedua terbukti secara bersama-sama variabel bebas berpengaruh secara signifikan pada tingkat kesalahan 5% terhadap Insider Ownership, dan tingkat hutang. Sedangkan pada hasil regresi persamaan ketiga tidak terbukti dimana variabel Insider dan tingkat Hutang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran deviden. Dengan demikian hipotesis satu dan dua dalam penelitian ini dapat dibuktikan kebenarannya sedangkan hipotesis ketiga tidak terbukti. Hasil penelitian ini telah sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Agus Sartono (2001) yang menunjukkan bahwa ketiga model regresi signifikan pada level 5% yang berarti bahwa keputusan keuangan dan variabel-variabel kepemilikan orang dalam atau Insider Ownership, utang serta kebijakan dividen adalah saling berkaitan.

4.3.1. Pembahasan pada Persamaan Insider Ownership

Pada model pertama menunjukkan bahwa variabel utang, dividen, risiko bisnis serta skala perusahaan secara statistik terbukti memiliki pengaruh serempak yang signifikan terhadap kepemilikan orang dalam atau Insider Ownership. Sedangkan secara parsial utang dan kepemilikan institusi berpengaruh negatif signifikan pada level 5% terhadap kepemilikan orang dalam.

Adanya temuan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap Insider Ownership, telah konsisten dengan hasil penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang beralsan bahwa penggunaan utang menekan kebutuhan penerbitan saham baru sehingga menaikkan promosi kepemilikan orang dalam. Sementara Friend dan Lang (1988) menduga bahwa penggunaan hutang yang makin besar akan menimbulkan dampak risiko yang tidak dapat didiversifikasikan bagi manajer, sehingga respon balik, manajer akan mengurangi kepemilikan orang dalam (Insider Ownership). Namun hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2004) yang menyatakan bahwa utang memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap kepemilikan manajerial, hal ini disebabkan karena penggunaan modal utang akan mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial, sehingga pengaruh utang terhadap kepemilikan manajerial adalah positif.

Selanjutnya pengaruh dividen terhadap kepemilikan orang dalam adalah tidak signifikan pada level 5%. Namun jika dilihat dari koefisien regresinya adalah negatif. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Agus Sartono (2001) yang menyatakan bahwa dividen akan mengurangi biaya keagenan atau *agency cost* yang diasosiasikan dengan aliran kas bebas. Peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajer dan oleh karena itu mengurangi biaya keagenan. Dalam hal ini terjadi efek substitusi antara dividen dan kepemilikan orang dalam yang berarti keduanya diharapkan memiliki korelasi yang negatif.

Sedangkan hasil pada variabel kepemilikan institusional menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan orang dalam atau Insider Ownership pada level 10%. Dengan tanda koefisien regresi negatif menunjukkan bahwa hasil penelitian ini telah sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Agus Sartono (2001) dan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2004) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan orang dalam. Hasil ini disebabkan karena peningkatan prosentase kepemilikan institusional dapat menurunkan prosentase kepemilikan manajerial. Peningkatan kepemilikan institusional menyebabkan kinerja manajemen diawasi secara optimal sehingga manajer menghindari perilaku yang merugikan prinsipal. Hasil ini juga mengindikasikan bahwa keberadaan kepemilikan institusional mampu berperan sebagai agen pengawas dan menjamin diakomodasikannya kepentingan institusi tersebut oleh perusahaan, sehingga kepemilikan institusi akan mengurangi kepemilikan oleh manajer.

Variabel risiko tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap Insider Ownership. Namun jika dilihat dari arah koefisien positif menunjukkan bahwa risiko yang semakin besar akan menyebabkan kepemilikan menjadi lebih besar. Hal ini disebabkan karena ketika risiko perusahaan yang diproxikan dengan perubahan harga (return saham), teknologi dan pangsa pasar mengalami kenaikan maka kinerja perusahaan menjadi lebih sulit diawasi dari luar. Keadaan ini berdampak pada meningkatnya konflik keagenan yang membuat pemilik lebih suka mengawasi kinerja perusahaan dari dalam yaitu dengan meningkatkan

kepemilikan orang dalam (Demsetz dan Lehn, 1985; Chen dan Steiner, 1999).

Sedangkan ukuran perusahaan yang diproxikan dengan nilai pasar tidak terbukti signifikan berpengaruh terhadap Insider Ownership. Namun jika dilihat dari arah koefisien negatif menunjukkan bahwa kenaikan skala perusahaan akan menyebabkan berkurangnya pengendalian manajer atas saham tersebut. (Jensen, Solberg dan Zom (1992)) menyatakan bahwa keterbatasan atas kemakmuran manajer berakibat makin besar biaya bagi manajer untuk mengendalikan kepentingannya pada perusahaan besar.

4.3.2. Pembahasan pada Persamaan Tingkat Utang

Pada regresi model 2 ditemukan bahwa secara keseluruhan variabel Insider Ownership, DPR, Kepemilikan institusi, Risiko bisnis, Profitability dan Fixed Asset berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat utang. Hasil penelitian ini telah sesuai dengan hasil penelitian Agus Sartono (2001) yang menyatakan bahwa seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap utang. Sedangkan secara parsial hanya variabel Insider Ownership yang terbukti berpengaruh signifikan terhadap utang.

Variabel Insider Ownership mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap tingkat utang pada level signifikan 5%. Hasil ini disebabkan karena pada situasi konflik keagenan yang tinggi, manajer akan meningkatkan kepemilikannya pada perusahaan tersebut untuk mengurangi risiko yang ada. Dengan kepemilikan tersebut jumlah ekuitas perusahaan menjadi meningkat, sehingga akan mengurangi jumlah utang mengingat sumber modal sudah

terpenuhi dari ekuitasnya.

Sedangkan dividen tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap utang. Namun jika dilihat dari koefisien negatif menunjukkan bahwa besarnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan mengurangi tingkat utang. Hal ini disebabkan karena penggunaan dividen yang cukup besar dalam mengurangi *agency cost* bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang menguntungkan dan pertumbuhan rendah. Dengan demikian perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari utang (*debt financing*). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2004).

Kepemilikan institusi mempunyai hubungan positif terhadap utang, walaupun tidak signifikan. Arah koefisien positif karena utang yang meningkat menunjukkan pengawasan yang baik dari pemegang utang (*debtholder*) sehingga meningkatkan minat kepemilikan institusional untuk memiliki saham perusahaan.

Variabel risiko memiliki hubungan positif terhadap utang walaupun tidak signifikan. Arah koefisien positif menunjukkan bahwa kemampuan manajer dalam mengelola perusahaan yang berisiko tinggi maka manajer akan memperbaiki struktur modalnya dari sumber eksternal yaitu utang, agar risiko yang ditanggung perusahaan dapat diturunkan. Penggunaan utang dalam meningkatkan struktur modal akan menambah nilai perusahaan tetapi sebaliknya perusahaan menghadapi risiko yang lebih besar karena kewajiban perusahaan menjadi lebih tinggi dan dapat mengancam keuangan perusahaan jika tidak

diimbangi dengan kinerja perusahaan yang efektif. Penggunaan utang pada risiko tinggi ini akan dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas tetapi meningkatkan biaya keagenan utang.

Sedangkan profitabilitas menunjukkan hubungan positif terhadap utang walaupun tidak signifikan. Hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian Agus Sartono (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi diharapkan menghasilkan dana untuk menutup investasi yang dilakukan tanpa menggunakan utang. Perbedaan hasil ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi, berarti perusahaan tersebut dapat diprediksikan sebagai perusahaan yang mampu tumbuh dan berkembang dimasa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan kepercayaan bagi *debtholder* untuk memberikan pinjaman yang lebih besar, dengan pertimbangan bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang besar dalam mengembalikan hutang sesuai dengan waktu yang telah ditentukan. Artinya baik *debtholder* maupun perusahaan merupakan bentuk kerjasama yang saling menguntungkan.

Variabel aktiva tetap memiliki hubungan positif terhadap utang tetapi tidak signifikan. Adanya arah positif menunjukkan bahwa aktiva tetap yang tinggi dapat dijadikan sebagai jaminan (*collateral*) dalam pengajuan utang, sehingga semakin besar pula jumlah utang yang akan diberikan oleh *debtholder*.

4.3.3. Pembahasan Persamaan Kebijakan Dividen (DPR)

Pada regresi model 3 ditemukan bahwa secara keseluruhan variabel Insider Ownership, tingkat utang, kepemilikan institusi, risiko bisnis, *profitability*

dan pertumbuhan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian Agus Sartono (2001) yang menyatakan bahwa seluruh variabel bebas berpengaruh signifikan terhadap DPR. Sedangkan secara parsial hanya variabel Insider Ownership yang terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan orang dalam atau Insider Ownership terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini membuktikan bahwa teori yang menyatakan insider ownership memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum sepenuhnya dapat di generalisasi pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, karena tingkat kesalahan prediksinya sebesar 0,246 lebih besar dari taraf signifikansi pada level 0,05. Akan tetapi arah hubungan terbalik antara variabel Insider Ownership dengan rasio pembayaran dividen mengidentifikasi adanya kecenderungan pembayaran dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan di perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Sementara pada variabel hutang memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen tetapi tidak signifikan. Arah negatif menunjukkan bahwa peningkatan penggunaan hutang akan meningkatkan konflik antara manajer dan pemilik, sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayara dividen yang tinggi. Penggunaan utang dalam menurunkan konflik antar manajer dan pemilik akan menggeser konflik antara pemilik dan debtholder.

Variabel kepemilikan institusi memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Arah koefisien regresi negatif

menunjukkan bahwa kepemilikan institusional lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan (return) melalui pembagian dividen. (Tendelin dan Wilberforce (2002)).

Variabel risiko memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen tetapi tidak signifikan. Arah negatif hubungan tersebut dapat dijelaskan bahwa pada kasus di Indonesia, menunjukkan bahwa risiko perusahaan yang menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi biaya transaksi, dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Hasil ini didukung dengan adanya hubungan negatif variabel pertumbuhan terhadap kebijakan dividen. Dalam kondisi pertumbuhan perusahaan membaik, maka laba yang diperoleh perusahaan cenderung dimanfaatkan untuk meningkatkan ekspansi perusahaan lewat laba ditahan daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Berbeda dengan pertumbuhan perusahaan yang rendah, maka hasil laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan secara adil kepada pemegang saham lewat pembayaran dividen guna mengurangi agency theory, dibandingkan dalam bentuk laba ditahan karena efektifitas perusahaan untuk bertumbuh semakin rendah.

Sementara variabel profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen tetapi tidak signifikan. Semakin tinggi profitabilitas, sehingga perusahaan akan membayar dividen yang tinggi. Secara teori terbukti bahwa kenaikan profitabilitas akan dibarengi dengan naiknya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.