BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan menguraikan mengenai deskriptif data dan hasil analisis dengan model kuadrat terkecil tingkat dua (*two stage least square*).

4.1 Deskripsi Data

Dalam bab ini akan diuraikan hasil analisis terhadap sampel penelitian. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu data laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan sampel dan data lain yang relevan dengan penelitian ini.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2001-2004. Hasil penelitian secara *purposive sampling* dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan dalam metoda penelitian diperoleh sampel sebanyak 69 perusahaan.

4.2 Statistik Deskriptif

Berdasarkan variabel-variabel penelitian yang terdiri dari kepemilikkan manajerial (IOWN), risiko (RISK), Hutang (DEBT), Dividen (DIV), SIZE(ukuran perusahaan), GROWTH(pertumbuhan), PROFIT (*Profitability*), FASET (*Fixed Asset*), maka akan dilakukan pengujian menggunakan satistik deskriptif.

Dimana statistik deskriptif akan memberikan gambaran tentang suatu data yang akan diteliti, seperti berapa rata-rata, standar deviasi dan sebagainya. Untuk mengetahui tentang karakteristik data sampel yang diteliti dapat dilihat pada tabel 4.1. Tabel tersebut memberitahukan tentang jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, serta tingkat standar deviasi data dari masing-masing variabel yang diteliti.

Tabel 4.1

Hasil Uji Statistik Deskriptif

Variabel	Obs	Mean	Standar Deviasi
DEBT	69	0.650526	0.700323
DIVD	69	8.847246	20.25181
FASET	69	0.365916	0.208093
GROWTH	69	0.222074	0.490042
IOWN	69	0.024553	0.047292
PROFIT	69	0.035710	0.075712
RISK	69	-0.000730	0.006380
RISK²	69	0.004059	0.026032
SIZE	69	25.37323	1.675751

Rasio hutang (DEBT) memiliki rata-rata 65.0526% dan standar deviasi 70.0323%. Rasio pembayaran deviden (DIVD) memiliki rata-rata 88.4742% dan standar deviasi 20.2518%. Rasio *fix asset* terhadap total aset memiliki rata-rata 36.5916% dan standar deviasi 20.8093%. Rasio pertumbuhan penjualan (GROWTH) memiliki rata-rata 22.2074% dan standar deviasi 49.0042%. Rasio kepemilikan

insider (IOWN) memiliki rata-rata 2.4553% dan standar deviasi 4.7292%. Profitabilitas perusahaan memiliki rata-rata -0.0730% dan standar deviasi 7.5712%. Risiko bisnis perusahaan (RISK) memiliki rata-rata -0.0730% dan standar deviasi 0.6380%. ($RISK^2$) memiliki rata-rata 0.4059% dan standar deviasi 2.6032%. Log natural ukuran perusahaan (SIZE) memiliki rata-rata 25.37323 dan standar deviasi 1.675751.

4.2 Hasil Penelitian

Tabel 4.2

Hasil Analisis *Two Stage Least Square*

Variabel Independen	Variabel Dependen			
	IOWN	RISK	DEBT	DIV
Konstanta	0.223603 (0.0266)**	0.0000656 (0.7022)	0.432599 (0.0304)**	-114.1083 (0.0041)***
IOWN		-0.051939 (0.0010)***	-0.650029 (0.7312)	20.37326 (0.6640)
DIV	0.000404 (0.2169)	-2.55E-05 (0.5777)	-0.005216 (0.2098)	
DEBT	-0.003722 (0.6357)	-0.000444 (0.6854)		-0.446547 (0.8757)
RISK	-1.207657 (0.4590)		-13.85840 (0.3253)	-29.24627 (0.9304)
$RISK^2$	0.434302 (0.2770)			
PROFIT		0.016722 (0.1832)		90.83801 (0.0094)***
GROWTH			0.405019 (0.0234)**	
FASET		-0.000529 (0.8848)	0.491843 (0.2403)	

SIZE	-0.007995 (0.0453)**			4.708998 (0.0028)***
R-squared	0.210126	0.173272	0.124038	0.433244
Adj R-squared	0.147437	0.107659	0.124038	0.388264

*** Signifikan pada level 0.1**

**** Signifikan pada level 0.05**

***** Signifikan pada level 0.01**

Secara umum penelitian ini menunjukkan hubungan yang konsisten antar variabelnya serta arah hubungan yang sama dengan kerangka teori agensi yang telah ada, namun hasil penelitian ini menunjukkan hubungan yang kurang signifikan. Kemungkinan tidak signifikannya hubungan tersebut karena sedikitnya sampel yang masuk dalam kriteria penelitian ini atau dimungkinkan juga karena memang masalah agensi di Indonesia masih tinggi dan variabel-variabel yang digunakan kurang dapat menjelaskan hal ini terlihat dari nilai *R-square* yang rendah. Secara ringkas hubungan antar variabelnya dapat dilihat pada tabel 4.2 tersebut, sedangkan hasil secara lengkap terlampir.

Hubungan Antar Variabel Endogen

1. Persamaan Kepemilikan Manajerial

Hipotesis pertama dalam penelitian ini menguji hubungan antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Pada tabel 4.2, dari hasil tersebut secara statistik empiris terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan risiko terlihat dari nilai koefisien yang menunjukan nilai negatif yaitu -1.207657. Penelitian ini menghasilkan hubungan negatif namun tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungannya sesuai dengan penelitian Treynor dan Black (1976), Amihud dan Lev (1981), Demzetz dan Lehn (1985), Chen Steiner (1999). Hasil yang negatif tersebut dimungkinkan karena pada level risiko yang masih rendah, manajer di Indonesia sudah mempunyai sifat enggan terhadap risiko *(risk averse)*, yang artinya jika tingkat risiko perusahaan meningkat maka seharusnya manajer akan cenderung mengurangi porsi kepemilikannya dalam perusahaan. Hasil penelitian menujukan bahwa risiko yang dikuadratkan ($RISK^2$) memiliki hubungan positif namun tidak signifikan dengan kepemilikan manajerial, ini menunjukan bahwa pada saat risiko naik manajer justru akan meningkatkan tingkat kepemilikannya di perusahaan dalam rangka untuk mengurangi risiko tersebut, hasil ini tidak sesuai dengan temuan Chen dan steiner (1999), Jensen et.al (1992). Manajer yang *risk aversion* dan keterbatasan kekayaan menajer membuat keinginan manajer untuk menjadi pemilik semakin berkurang, hal ini karena manajer berusaha untuk mendiversifikasi kekayaannya untuk mengurangi risiko atas kekayaannya, padahal

untuk memiliki kontrol di dalam perusahaan dibutuhkan kekayaan manajer yang besar apalagi jika ukuran perusahaan semakin besar sehingga risiko kekayaan yang kurang terdiversifikasi juga semakin besar. Hasil ini sesuai dengan penelitian Demzetz (1983) dan Demzets dan Lehn (1985) yang menegaskan bahwa perusahaan yang beroperasi di pasar yang berisiko akan lebih sulit untuk memantau dari luar. Berdasarkan pemikiran ini, risiko yang lebih tinggi menaikkan nilai kepemilikan manajerial sebagai mekanisme pemantauan dari dalam.

Hutang pada persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan negatif dan tidak signifikan dengan nilai koefisien -0.003722. Meskipun tidak signifikan tetapi arah hubungan ini sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988). Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan meningkatkan risiko kebangkrutan yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang tidak dapat terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial. Penemuan ini juga mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi, ini sesuai dengan temuan Chen dan Steiner (1999), Tandelilin dan Wilberforce (2002). Meningkatkan kepemilikan orang dalam akan membuat kepentingan manajer sejalan dengan kepentingan *stockholder* dengan begitu *stockholder* dapat mengurangi biaya untuk memastikan bahwa manajer sudah melakukan sesuatu yang benar untuk memaksimalkan nilai bagi *stockholder*, artinya mengurangi *agency cost of equity*. Menaikan hutang akan mengurangi konflik antara manajer dengan *stockholder*,

dengan meningkatkan hutang berarti mengurangi kemungkinan pengambilan *equity financing* dengan begitu akan mengurangi kemungkinan bertambahnya *equtyholder*. Dengan begitu kedua kebijakan diatas dapat digunakan sebagai mekanisme utuk mengurangi *agency cost of equity*. Kemungkinan dari hasil yang tidak siginifikan tersebut karena kepemilikan manajerial yang tinggi di Indonesia tidak mutlak akan menghasilkan kebijakan level hutang yang lebih rendah.

Dividen pada persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan hubungan positif dengan nilai koefisien 0.000404 dan tidak signifikan. Arah hubungan tersebut bertentangan dengan penelitian Jensen (1986), Rozeff (1982), dan Chen dan Steiner (1999) yang menyatakan bahwa terdapat efek substitusi antara dividen dengan kepemilikan manajerial dalam mengontrol masalah agensi. Jika kepemilikan manajerial tinggi berarti manajer sebagai pengelola juga sebagai pemilik perusahaan sehingga konflik kepentingan antara manajemen dengan *stockholder* dapat dikurangi padahal sebelumnya konflik tersebut dikurangi dengan membagikan dividen, ini berarti mengurangi *agency cost of equity*. Hasil positif tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), namun menemukan hubungan yang signifikan. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen, maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat *earning* masa depan akan naik, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen dimasa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya karena manajer menganggap risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain*. Hubungan yang positif

namun tidak signifikan tersebut kemungkinan mengindikasikan bahwa antara kepemilikan manajerial dan dividen tidak berlaku hubungan saling mengganti dalam peranan pengawasan agensi atau tidak ada hubungan *substitution*. Yang ada hubungan saling melengkapi (*complementary*). Selain itu, dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi, maka manajer semakin mampu dalam melakukan atau mengatur dividen.

2. Persamaan Risiko

Kepemilikan manajerial pada persamaan risiko mempunyai nilai koefisien negatif sebesar -0.051939 dan signifikan pada level 0,01. Arah hubungan yang negatif dan signifikan tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), Chen Steiner (1999), Demzets dan Lehn (1985) yang menegaskan pada level risiko yang masih rendah, manajer sudah mempunyai sifat enggan terhadap risiko *(risk averse)*., manajer lebih menyukai investasi kurang berisiko dan menggunakan hutang lebih rendah supaya dapat menurunkan risiko ketidakpastian investasi mereka dan mengurangi kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Penjelasan lain yang mungkin adalah manajer yang *risk averse* melakukan diversifikasi secara optimal untuk mengurangi risiko pribadi. Pada saat kekayaan pribadi tidak terdiversifikasi, manajer menuntut insentif tinggi untuk mengimbangi risiko yang diterima. Hasil yang negatif tersebut dimungkinkan karena semakin tinggi tingkat risiko perusahaan, manajer mengurangi keterlibatan dalam kepemilikan saham (*risk averse)* untuk mengurangi

kemungkinan kehilangan kekayaan pribadi. Manajer memilih mengalihkan kekayaan pribadi pada instrumen investasi lainnya.

Hutang pada persamaan risiko menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien -0.000444 dan tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Ravid (1988). Koefisien negatif tersebut mengindikasikan bahwa risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Penjelasan yang mungkin karena ketidaksignifikan hasil adalah dengan risiko yang tinggi perusahaan kurang mempertimbangkan lebih dalam untuk melakukan hutang. Apabila perusahaan melihat bahwasannya risiko akan hutang tersebut rendah, maka perusahaan akan meningkatkan hutang tersebut. Namun apabila risiko dari hutang tersebut tinggi, maka perusahaan akan mengurangi hutangnya. Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Chen dan Steiner (2000), Jensen et al (1992), yang menyatakan bahwa penggunaan hutang yang besar dalam struktur modal perusahaan akan memberikan risiko kegagalan yang lebih tinggi (risiko kebangkrutan). Semakin besar proporsi hutang yang akan dipergunakan oleh perusahaan, pemegang saham akan menanggung risiko yang makin besar, hal ini disebabkan karena perusahaan akan dikenai bunga tetap atas penggunaan hutang jangka panjangnya dan ini akan meningkatkan risiko yang harus ditanggung oleh pemegang saham.

Dividen menunjukkan hubungan negatif dengan nilai koefisien -2.55E-05 dan tidak signifikan dalam persamaan risiko. Meskipun tidak signifikan tapi estimasi

parameter yang negatif sesuai dengan Kale dan Noe (1990), Vankatesh (1989), Jensen et.al (1992), Chen dan steiner (1999). Hasil yang tidak signifikan dapat dijelaskan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi maka ketidakapastian pendapatan di masa datang juga semakin besar tetapi perusahaan kurang menghindari komitmen untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar di masa datang. Penjelasan dari hasil tersebut bahwa dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan *cash flow* yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen.

3. Persamaan Hutang

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial pada persamaan hutang memiliki koefisien yang negatif dengan nilai koefisien -0.650029 dan tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi arah hubungan yang negatif sesuai dengan penelitian Friend dan Lang (1988). Hasil ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang yang berlebihan meningkatkan risiko kebangkrutan yang pada akhirnya meningkatkan risiko yang tidak dapat terdiversifikasi bagi para manajer sehingga melemahkan kepemilikan manajerial, ini sesuai dengan temuan Chen dan Steiner (1999); Tandelilin dan Wilberforce (2002). Penemuan ini juga mendukung argumen bahwa terdapat efek substitusi antara kepemilikan *insider* dengan hutang dalam mengurangi masalah agensi, tetapi karena tidak signifikan

maka kurang mendukung terhadap argumen- argumen tersebut. Penjelasan lain mengenai hubungan negatif antara kepemilikan *insider* dengan hutang adalah dengan *free cash flow hyphotesis*, Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan meningkatkan hutang maka akan membuat *free cash flow* dalam perusahaan semakin berkurang karena dana yang tersisa dalam perusahaan berkurang untuk membayar biaya bunga dan cicilan pokok dari hutang sehingga akan mengurangi kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan *perquisites.* Hasil ini dimungkinkan karena perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang besar mempunyai andil yang besar dalam mengurangi risiko.

Risiko pada persamaan hutang memiliki koefisien -13.85840 dan tidak signifikan. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ravid (1988). Hasil ini mengindikasikan bahwa risiko yang lebih tinggi diperkirakan mengurangi antusiasme perusahaan terhadap hutang. Penjelasan lain adalah dengan adanya risiko yang tinggi menyebabkan perusahaan untuk mempertimbangkan lebih dalam untuk melakukan hutang. Apabila perusahaan melihat bahwasannya risiko akan hutang tersebut rendah, maka perusahaan akan meningkatkan hutang tersebut. Namun apabila risiko dari hutang tersebut tinggi, maka perusahaan akan mengurangi hutangnya.

Dividen menghasilkan nilai koefisien -0.005216 dan tidak signifikan dalam persamaan hutang, meskipun tidak siginifikan tetapi arah hubungannya sesuai dengan temuan Jensen et.al (1992) bahwa perusahaan melakukan *trade off* antara

pembayaran dividen dengan pembayaran hutang. Perusahaan yang memiliki *fix financial cost* yang tinggi akan cenderung menghindari pembayaran dividen. Peningkatan hutang akan mengurangi *agency cost* yang ditanggung *stockholder* karena biaya monitoring atas perilaku manajer akan dibagi dengan *debtholder*, namun secara bersamaan akan menikan *agency cost of debt* seiring dengan peningkatan hutang karena *debtholder* tentunya menginginkan tingkat pengembalian yang layak atas risiko yang yang di tanggungnya. Pada saat dividen tinggi maka *internal cash flow* dalam perusahaan akan semakin berkurang padahal perusahaan tetap membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan perusahaan maka sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *leverage*, tapi dengan peningkatan tingkat *leverage* maka *agency cost of debt* akan meningkat. Dimungkinkan hasil yang negatif tersebut karena pembayaran dividen akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen kirip dengan monitoring capital market yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

4. Persamaan Dividen

Pada persamaan dividen terlihat kepemilikan manajerial mempunyai hubungan positif sebesar 20.37326 namun tidak signifikan. Meskipun tidak signifikan tetapi estimasi parameternya yang positif tersebut sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002), yang menemukan hubungan yang positif dan signifikan. Hasil

ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi tingkat rasio dividen, maka mengindikasikan tingkat kepercayaan manajer atas tingkat *earning* masa depan akan naik, sehingga manajer yang menginginkan keuntungan dari pembagian dividen dimasa depan akan segera meningkatkan kepemilikan sahamnya karena manajer menganggap risiko dividen lebih kecil daripada *capital gain.* Hasil yang positif tersebut dimungkinkan karena kepemilikan manajer yang tinggi, maka kekayaannya semakin tidak terdiversifikasi dengan baik, oleh karena itu manajer akan mengharapkan return atas opportunity cost yang lebih besar yaitu dari pembagian dividen yang tinggi. Kemungkinan yang lain bahwa dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer semakin mampu untuk mengatur pembagian dividen.

Hutang pada persamaan dividen memiliki koefisien -0.446547 namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et.al (1992) yang menyatakan bahwa hutang dan dividen keduanya merupakan mekanisme *bonding* untuk mengurangi masalah agensi. Peningkatan hutang akan mengurangi *agency cost* yang ditanggung *stockholder* karena biaya *monitoring* atas perilaku manajer akan dibagi dengan *debtholder*, namun secara bersamaan akan menaikkkan *agency cost of debt* seiring dengan peningkatan hutang karena *debtholder* tentunya menginginkan tingkat pengembalian yang layak atas risiko yang yang di tanggungnya. Pada saat dividen tinggi maka *internal cash flow* dalam perusahaan akan semakin berkurang padahal perusahaan tetap membutuhkan dana untuk membiayai kegiatan perusahaan maka

sumber pendanaan yang mungkin adalah dari *leverage*, tapi dengan peningkatan tingkat *leverage* maka *agency cost of debt* akan meningkat. Dengan demikian perusahaan akan melakukan *trade off* antara dividen dengan hutang uintuk memperoleh kombinasi yang memberikan manfaat yang maksimum. Kemungkinan bahwa penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan pembayaran beban tetap berupa kos bunga, sehingga akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio dividen yang rendah.

Risiko pada persamaan dividen memiliki koefisien -29.24627 namun tidak signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et.al (1992), Chen dan steiner (1999) menyatakan adanya hubungan negatif antara risiko dengan dividen. Perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi maka ketidakapastian pendapatan di masa datang juga semakin besar sehingga perusahaan menghindari komitmen untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar di masa datang. Penjelasan lain dikemukakan oleh Kale dan Noe (1990) yang mengembangkan sebuah model dimana risiko yang lebih besar timbul sebagai akibat dari rendahnya pembayaran dividen. Dividen merupakan sinyal dari stabilitas aliran kas di masa mendatang. Semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan maka semakin besar cadangan *cash flow* yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen.

Hubungan dengan Variabel Kontrol

1. **Persamaan Kepemilikan Manajerial**

Hasil dari persamaan kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) memiliki hubungan negatif dan signifikan pada level 0,05 dengan kepemilikan manajerial, hasil tersebut mengindikasikan bahwa ukuran perusahaan yang semakin besar akan mengurangi kepemilikan manajerial. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chen dan steiner (1999), Jensen et al (1992), Bathala et al (1994). Kemungkinan bahwa perusahaan besar akan memberikan batasan bagi manajer, jika mereka memiliki kepemilikan saham yang besar. Nilai perusahaan yang semakin besar akan mereduksi kepemilikan manajerial sehingga berkurangnya kendali manajer terhadap perusahaan karena perusahaan dengan skala besar akan membatasi tindakan manajer.

2. **Persamaan Risiko**

Koefisin profit pada persamaan risiko menghasilkan hubungan positif dan tidak signifikan. Penemuan ini menunjukan bahwa perusahaan yang profit akan memiliki risiko yang cukup besar. Hasil ini sesuai dengan Jensen et al (1992) dan Turiyasingura (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* akan mempunyai banyak dana yang tersedia untuk investasinya sehingga akan menurunkan penggunaan dana hutang yang dimungkinkan akan menaikkan risiko.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tetap (FASET) memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan risiko. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi hasil yang negatif sesuai dengan penelitian Chen Steiner (1999). Hasil tersebut mengindikasikan bahwa aset tetap menunjukkan struktur aset suatu perusahaan, aset tetap yang tinggi merupakan kolateral sehingga perusahaan tersebut dipercaya oleh pemberi hutang (*debtholders*) dan dipandang sebagai perusahaan dengan risiko yang rendah untuk penanaman saham.

3. Persamaan Hutang

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) pada persamaan hutang memiliki koefisien positif dan signifikan pada level 0,05. Hasil ini bertentangan dengan penelitian Titman dan Wessels (1988) yang menyatakan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan perusahaan (GROWTH) terhadap hutang. Koefisien negatif tersebut menjelaskan bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan fleksibilitas yang besar pada investasi dimasa mendatang dan memberikan kesempatan yang besar untuk mengambil alih kekayaan dari *debtholders*. Penjelasan lain adalah pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan keuntungan dan kesuksesan dalam menggunakan sumber penghasilan perusahaan. Koefisien yang negatif sesuai dengan penelitian Myers dan Majluf (1984), pendapat tersebut menghasilkan koefisien negatif untuk variabel pertumbuhan perusahaan. Hasil penelitian ini menyatakan adanya koefisien positif dan signifikan

antara pertumbuhan perusahaan dengan hutang yang kemungkinan menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan yang besar membutuhkan modal yang tinggi yang diperoleh dari hutang untuk membiayai investasi. Hasil penelitian dapat dimungkinkan bahwa dengan adanya penjualan yang naik dari perusahaan tersebut yang mencerminkan pertumbuhan yang besar dapat menimbulkan risiko yang besar pula.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa aset tetap memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan dengan hutang. Meskipun tidak signifikan, akan tetapi arah hubungan yang negatif sesuai dengan penelitian Scott (1976), Chen Stainer (1999), Jensen et al (1992) dan Turiyasingura (2000) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara FASET dengan hutang. Perusahaan dengan *fix asset* yang besar cenderung akan menggunakan hutang dalam jumlah yang besar. Hal ini sesuai dengan *collateral hyphotesis* yang menyatakan bahwa *fix asset* dapat digunakan sebagai jaminan untuk mengajukan hutang kepada kreditor, semakin besar *fix asset* yang digunakan sebagai jaminan maka semakin besar hutang yang akan dikucurkan oleh kreditur atau semakin cukup sumberdaya yang dimiliki perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Jika perusahaan bangkrut maka kreditur dapat menyita atau menjual aset yang digunakan sebagai jaminan.

4. Persamaan Dividen

Hasil dari persamaan dividen menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (SIZE) memiliki hubungan negatif dan signifikan pada level 0,01 dengan dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Wahidahwati (2002) bahwa SIZE mempunyai hubungan positif dengan dividen (DIV). Hal ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan (SIZE) semakin besar pula rasio dividen. Hal tersebut terjadi karena perusahaan yang ukuran perusahaannya tinggi cenderung ingin melindungi pemegang saham dengan meningkatkan rasio dividennya dengan tujuan agar perusahaan tersebut selalu direspon positif, sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Profit memiliki hubungan positif dan signifikan pada level 0,01 dengan dividen, ini konsisten dengan hasil penemuan Jensen et.al (1992). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Perusahaan dengan profit yang tinggi cenderung akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar begitu juga sebaliknya. Perusahaan dengan profit yang besar mempunyai dua pilihan yaitu membagikan profit sebagai dividen atau menahanya sebagai laba di tahan. Dalam *signaling theory* dikatakan bahwa perusahaan memberi sinyal kepada investor bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik dengan membagikan dividen dalam jumlah yang besar dan kontinyu, dengan demikian hanya perusahaan yang yang *profitable* saja yang dapat menggunakan cara ini, jika perusahaan tersebut tidak

profitable maka kemungkinannya kecil untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar dan kontinyu.

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA