

**STUDI INVESTMENT OPPORTUNITY SET PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA**

*THE STUDY OF INVESTMENT OPPORTUNITY SET FOR MANUFACTURING
COMPANIES THAT LISTING ON THE INDONESIAN STOCK MARKET*



INDAH MARTATI



PROGRAM PASCASARJANA	
TGL. TERIMA	10-72-2010
ASAL	PPS-UH
BANYAKNYA	1 (Satu)
HARGA	Hadiah.
NO. INVENTARIS	180101210
NO KATALOG	

**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
PASCASARJANA UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2010**

**STUDI *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG *LISTING* DI BURSA EFEK INDONESIA**

DISERTASI

Sebagai Salah Satu Syarat Mencapai Gelar Doktor

Program Doktor Ilmu Ekonomi

Disusun dan diajukan oleh

INDAH MARTATI

Kepada

**PROGRAM DOKTOR ILMU EKONOMI
PASCASARJANA UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2010**

DISERTASI

**STUDI INVESTMENT OPPORTUNITY SET PERUSAHAAN MANUFAKTUR
YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA**

Disusun dan diajukan oleh :

INDAH MARTATI

Nomor Pokok P0500307030

Telah dipertahankan di depan Panitia Ujian Disertasi
Pada tanggal 2 Desember 2010
dan dinyatakan telah memenuhi syarat

Menyetujui
Komisi Penasehat,

Prof. Dr. H. Muh. Yunus Zain, MA
Promotor

Prof. Dr. H. Cepi Pahlevi, SE., M.Si
Co-Promotor

Ketua Program Studi
Ilmu Ekonomi

Prof. Dr. H. Djabir Hamzah, MA



Direktur Program Pascasarjana
Universitas Hasanudin

Prof. Dr. Ir. Mursalim

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb

Alhamdulillah, puji dan syukur peneliti panjatkan kehadirat Allah SWT karena berkat rahmat dan hidayahNya disertasi ini dapat diselesaikan dengan baik. Disertasi ini disusun sebagai salah satu syarat penyelesaian pendidikan Doktor pada Program Studi Ilmu Ekonomi Program pascasarjana Universitas Hasanuddin. Peneliti menyadari sepenuhnya bahwa disertasi ini masih jauh dari sempurna meskipun sudah diupayakan semaksimal mungkin dengan seluruh kemampuan yang peneliti miliki. Banyak sudah bantuan materi maupun non-materi yang peneliti terima dari berbagai pihak demi terselesaikannya disertasi ini. Untuk itu dengan segala kerendahan hati peneliti ucapkan rasa terima kasih yang setulusnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. M. Yunus Zain, MA, selaku Promotor dan Bapak Prof. Dr. H. Cipi Pahlevi, SE.,M.Si selaku Ko-promotor yang dengan penuh kesabaran dan kearifan membimbing dan memberi arahan ke penulis dari awal sampai terselesaikannya disertasi.
2. Prof. Dr. dr. H. Idrus A. Paturusi, Rektor Universitas Hasanuddin
3. Prof Dr. H.M. Ali, M.Si, Selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Hasanuddin yang selalu memberikan motivasi dan dukungan moril hingga terselesaikannya disertasi ini.
4. Prof. Dr. H. Djabir Hamzah, MA selaku Ketua program Pascasarjana universitas Hasanuddin yang sangat kooperatif terhadap penulis dalam pengurusan administrasi kemahasiswaan.
5. Dewan Penguji Prof. Dr. H. Andi Munarfah, MS selaku penguji eksternal, Prof. Dr. H. Basri Hasanuddin, MA, Dr. Suharwan, SE,

SU, Prof. Dr. Nurdin Brasit, SE, M.Si, Dr. Sumardi, SE, M.Si selaku penguji internal yang banyak memberikan masukan dan arahan guna tersusunnya disertasi yang lebih berkualitas dengan menonjolkan keterbaruan di bidang keilmuan.

6. H. Riswan Asmaran, ST, MM selaku Direktur Politeknik Negeri Samarinda yang telah memberi kesempatan dan bantuan kepada peneliti untuk studi lanjut ke S3 Program Doktor Ilmu Ekonomi Unhas sampai terselesaikannya disertasi ini.
7. Jajaran manajemen Politeknik Negeri Samarinda Retno Maninggarjati, SE, M.Bus, Toyib, ST, Sirajuddin, ST, Didi Susilo, ST, M.Sc yang telah banyak membantu penulis dalam berbagai hal pengurusan administrasi akademik maupun kepegawaian yang diperlukan selama proses pendidikan program Doktor.
8. Erlyn Nurba, SE, MM selaku Ketua Jurusan Administrasi Bisnis Politeknik Negeri Samarinda yang telah memberi dukungan moril dan kesempatan untuk studi lanjut ke jenjang S3 Program Pascasarjana Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
9. Suamiku Jaka Sumaryana dan anak-anakku Festy Inkananda, Dio Fauzan Kurniawan, Aisyah Jihan Farisqi, atas dukungan moril dan material serta kesabaran dan keikhlasannya mendampingi penulis menyelesaikan program S3 di bidang Ilmu Ekonomi Universitas Hasanuddin.
10. Kakak dan adikku Isti nur Indah, Bambang Widodo, Sismiyati, dan harum Sri Bundari yang selalu memberi semangat dan doa demi terselesaikannya disertasi ini.
11. Kolega Dyah Kusrihandayani, Andi Nurhasanah, Sugeng Haryadi, Andi Syarifuddin, Suminto, Karyo Budi utomo, Sucipto, Taufik Rusdy Syarkawi, Dyah Permana, Harjanto,

Amiruddin, yang telah banyak memberikan semangat dan doa hingga terselesaikannya disertasi ini.

12. Rekan-rekan kerja Jurusan Administrasi Bisnis Politenik Negeri Samarinda Hj. Satryawati, Hj. Besse Asniwati, Arkas Viddy, Suramli, Nawawi D. Sibali, Armininingsih, Waode Saniah, zuhriah, Siti Nurhasanah, M.Kiswanto, Syachrul, Tandi Kadang, John Away, Gabriel, Muchtar Sehe, Gunadi, Dina, Dessy, Adi yang telah banyak membantu peneliti selama proses studi lanjut sampai terselesaikannya disertasi ini.
13. Teman-teman seangkatan Hj. Yana, Ledy, Amel, Arfiah, Annisa, Hj. Musvi, Arifin, Irwansyah, Jiuhardi, Mulyadi, Aji Sofyan, Hj. Asmaria, Sien, Ricky, Bugis, Steven, Daniel, Sami, Meina yang banyak memberi motivasi kepada penulis.
14. Seluruh Mahasiswa Administrasi Bisnis khususnya Ardhalena, Meysin, Arga, Kristina yang telah banyak membantu penyelesaian penulisan disertasi ini.

Demikian kata pengantar ini disampaikan, dan peneliti berharap semoga disertasi ini bermanfaat khususnya bagi diri pribadi peneliti, bagi rekan-rekan peneliti lain yang ingin melanjutkan atau mengembangkan berdasarkan hasil penelitian ini, dan bagi investor pasar saham Indonesia sesuai dengan kapasitas dan kebutuhannya.

Wassalamu'alaikum Wr.Wb

Makasar, 2010

Indah Martati

ABSTRAK

INDAH MARTATI. *Studi Investment Opportunity Set Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia* (dibimbing oleh Muhammad Yunus Zain dan Cepi Pahlevi).

Penelitian ini bertujuan menginvestigasi apakah kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan ril perusahaan, dan kebijakan pendanaan berpengaruh langsung atau tidak langsung terhadap *Investment Opportunity Set* perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) dilihat dari perspektif teori Modigliani Miller.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang listing di BEI berjumlah 1607 perusahaan dan 240 perusahaan sampel yang memenuhi kriteria yang disyaratkan dalam penelitian ini selama sepuluh tahun periode amatan 1998-2007. Data dianalisis dengan metode *confirmatory factor analysis* dengan bantuan paket program AMOS 16.0. Variabel eksogen yang digunakan merupakan indikator tunggal yakni variabel dummy sebagai indikator kebijakan dividen dan *return* saham ril sebagai indikator perubahan harga saham. Adapun konstruk variabel endogen diukur dengan multi indikator yakni pertumbuhan ril perusahaan diukur dengan indikator *sales growth*, *profit growth*, *assets growth*, dan *equity growth*. Kebijakan pendanaan perusahaan diukur dengan indikator *book debt equity ratio* dan *book debt to market equity ratio*. Adapun IOS diproksikan dengan *market to book value equity*, *Market to book value of asset*, *Price to earning ratio*, *Firm value to book value of property, plant and equipment*, *Capital expenditure to book value of assets*, *Capital expenditure to market value of asset*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan ril perusahaan, dan kebijakan pendanaan tidak berpengaruh signifikan secara langsung dan tidak langsung terhadap IOS. Dengan demikian hipotesis penelitian diterima dan hasil pengujian ini memberikan dukungan empiris terhadap teori ketidakrelevanan dividen yang dikemukakan Modigliani & Miller yang diaplikasikan pada Bursa Efek Indonesia.

Kata kunci : *dividend policy*, *Stock price change*, *Firm's realized growth*, *Financing policy*, IOS, Modigliani & Miller theory



2010

ABSTRACT

INDAH MARTATI. *The Study of Investment Opportunity Set of Manufacture Companies Listed in Indonesia Stock Exchange* (supervised by Muhammad Yunus Zain and Cepi Pahlevi)

The aim of the research is to investigate whether dividend policy, stock price change, firm's real growth, and financing policy have a direct or indirect influence on investment opportunity set of manufacture companies listed in Indonesia Stock Exchange viewed from perspective theory of Modigliani & Miller.

The populations in the research were all manufacture companies listed in Indonesia Stock Exchange consisting of 1607. The sample consisted of 240 companies which fulfilled the criteria. The research was conducted for ten years period from 1998 to 2007. The data were analyzed by using confirmatory factor analysis with the help of AMOS 16.0 program.

The results reveal that exogenous variable is a single indicator, i.e. dummy variable as dividend policy indicator and real stock return as stock price change indicator. Meanwhile, endogen variable construct is measured with multi indicators, i.e. sales growth, profit growth, assets growth, and equity growth indicators. Companies' financing policy is measured with book debt equity ratio and book debt to market equity ratio indicators. IOS uses proxy market to book value equity, market to book value of assets, price to earning ratio, firm value to book value of property, plant and equity, capital expenditure to book value of assets, and capital expenditure to market value of assets. Furthermore, dividend policy, stock price change, companies' real growth, and financing policy do not significantly directly and indirectly influence IOS. It means that the research hypothesis is accepted and the result of the test gives empirical support to the theory of dividend irrelevancy proposed by Modigliani and Miller applied to Indonesia Stock Exchange.

Key words : dividend policy, stock price change, firms' real growth, financing policy, IOS, Modigliani & Miller theory



DAFTAR ISI

Cover Dalam	i
Lembar Pengesahan	ii
Kata Pengantar	iii
Abstrak	vi
<i>Abstract</i>	vii
Daftar Isi	viii
Daftar Tabel	ix
Daftar Gambar	x
Daftar Singkatan, Simbol, dan Istilah	xi
Daftar Lampiran	xiii
BAB I. PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	16
C. Tujuan Penelitian	17
D. Manfaat Penelitian	18
BAB II. TINJAUAN PUSTAKA	21
A. Kajian Teori	21
1. Beberapa Masalah Tentang Keputusan Investasi	21 37
2. Beberapa Tinjauan Tentang Kebijakan Pendanaan	48 63
3. Perdebatan Tentang Kebijakan Dividen	71
4. Tinjauan Tentang Harga Saham	80
5. Kondisi ekonomi Industri Pasar Modal Indonesia	
6. Pola Hubungan Teoritis antara Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Rill Perusahaan, Kebijakan Pendanaan terhadap IOS	86
B. Beberapa Studi Empiris antara Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Rill Perusahaan, Kebijakan Pendanaan terhadap IOS	
BAB III. KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	103
A. Kerangka Konseptual	103
B. Hipotesis Penelitian	117

BAB IV. METODE PENELITIAN	119
A. Rancangan Penelitian	119
B. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	120
C. Jenis dan Sumber Data	123
D. Metode Pengumpulan Data	123
E. Lokasi Objek dan Subjek Penelitian	124
F. Teknik Analisis	125
G. Definisi Operasional Variabel	130
BAB V. HASIL PENELITIAN	140
A. Gambaran Umum Perusahaan Manufaktur yang <i>Listing</i> Di Bursa Efek Indonesia	140
B. Diskripsi Variabel Penelitian	152
C. Hasil Estimasi Pengaruh Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, IOS	162
BAB VI. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN	180
A. Analisis dan Implikasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap IOS	180
B. Analisis dan Implikasi Pengaruh Perubahan Harga Saham Terhadap IOS	185
C. Analisis dan Implikasi Pengaruh Pertumbuhan Riil Perusahaan Terhadap IOS	190
D. Analisis dan Implikasi Pengaruh Kebijakan Pendanaan Terhadap IOS	192
E. Keterbatasan Penelitian	196
BAB VII. PENUTUP	200
A. Simpulan	200
B. Saran	201
DAFTAR PUSTAKA	203
LAMPIRAN	208

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1.	Rangkuman Penggunaan Proksi <i>IOS</i> pada Penelitian Sebelumnya	100
Tabel 3.1.	Kedudukan Variabel Penelitian, Sifat Pengaruh antar Variabel dan Teori atau Penelitian Pendukung	115
Tabel 4.1.	Proses Pemilihan Sampel	122
Tabel 4.2.	Hubungan Fungsional Faktor Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham terhadap Kebijakan Pendanaan, Pertumbuhan Riil Perusahaan, dan <i>IOS</i>	137
Tabel 4.3.	Hubungan Fungsional Pengaruh Tidak Langsung Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham terhadap <i>IOS</i>	138
Tabel 4.4.	Hubungan Fungsional Pengaruh Total Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham terhadap Kebijakan Pendanaan, Pertumbuhan Riil Perusahaan <i>IOS</i>	139
Tabel 5.1.	Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang <i>Listing</i> di Bursa Efek Indonesia Periode 1997 – 2007	208
Tabel 5.2.	Evaluasi Kriteria <i>Goodness of Fit Indices</i> variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan <i>Opportunity Set</i>	154
Tabel 5.3.	Pengukuran Indikator Variabel Konstruk Pertumbuhan Riil Perusahaan	157
Tabel 5.4.	Pengukuran Indikator Variabel Konstruk Variabel Kebijakan Pendanaan	158
Tabel 5.5.	Pengukuran Indikator Variabel Konstruk Variabel <i>IOS</i>	161
Tabel 5.6.	Arah Hubungan Variabel Kebijakan Dividen terhadap Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan	164
Tabel 5.7.	Arah Hubungan Variabel Perubahan Harga Saham terhadap Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan <i>IOS</i>	167
Tabel 5.8.	Arah Hubungan Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Pendanaan, <i>IOS</i>	168
Tabel 5.9.	Uji Model Pengaruh Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, <i>IOS</i>	176

DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka Penelitian	110
Gambar 4.1 Kerangka Operasional penelitian	127
Gambar 5.1 Hasil Penelitian	177
Gambar 6.1 Analisis Jalur Penelitian	196

DAFTAR SINGKATAN, SIMBOL, DAN ISTILAH

AG	<i>Asset Growth</i>
AMOS	<i>Analysis of Moment Structure</i>
BDER	<i>Book debt equity ratio</i>
BEI	Bursa Efek Indonesia
BEJ	Bursa Efek Jakarta
CFA	<i>Confirmatory Factor Analysis</i>
CEBVA	<i>Capital expenditure to asset book value</i>
CEMVA	<i>Capital expenditure to asset market value</i>
EG	<i>Equity Growth</i>
IOS	<i>Investment opportunity set</i>
MBDER	<i>Book to market debt equity ratio</i>
MBVA	<i>Market value to book assets</i>
MBVE	<i>Market value to book equity</i>
MM	<i>Modigliani Miller</i>
PER	<i>Price earning ratio</i>
PG	<i>Profit Growth</i>
SEM	<i>Structural Equation Modeling</i>
SG	<i>Sales Growth</i>
SPSS	<i>Statistical Package for The Social Sciences</i>
VPPE	<i>Firm Value to book value of property, plant and</i>

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia Periode 1998-2007
- Lampiran 2 Data Keuangan Perusahaan Manufaktur Sampel Penelitian
- Lampiran 3 Rasio Keuangan Variabel Yang Digunakan pada Penelitian
- Lampiran 4 Hasil Pengolahan Data Dengan Paket Program AMOS 16.0
- Lampiran 5 Surat Keterangan Telah Melakukan Riset di PT. BEI

STUDI INVESTMENT OPPORTUNITY SET PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA

BAB I

PENDAHULUAN

Pada bab ini berisi tentang kajian dan pendapat dasar yang melatarbelakangi penelitian ini, juga berisi tentang rumusan masalah dan tujuan serta manfaat penelitian.

A. Latar Belakang Masalah

Investment Opportunity Set yang selanjutnya lebih dikenal dengan istilah *IOS* merupakan set peluang investasi yang pertama kali dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. *IOS* menunjukkan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Chung and Charoenwong, 1991). Urgensi *IOS* dapat dipakai untuk melihat potensi pertumbuhan melalui berbagai macam kombinasi proksi *IOS* (Smith dan Watts, 1992). Argumen ini diperkuat dengan hasil penelitian Chung & Charoenwong (1991) yang mengatakan bahwa esensi pertumbuhan bagi perusahaan adalah adanya

kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan. Selanjutnya perusahaan yang bertumbuh akan direpson positif di pasar (Vogt, 1997).

Ada tiga keputusan penting di bidang keuangan yakni keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Esensi IOS dalam manajemen keuangan adalah terkait dengan keputusan investasi. Keputusan investasi merupakan keputusan yang sangat penting bagi perusahaan karena sebagai cerminan nilai perusahaan. Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan. Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung. Jenis pengeluaran modal tampaknya besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, karena jenis informasi tersebut akan membawa informasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang.

Mc Connel dan Muscarella (1984) menguji gagasan dalam kaitannya dengan tingkat pengeluaran *research* dan *development* perusahaan. Kenaikan pengeluaran modal, relatif terhadap harapan-harapan sebelumnya, mengakibatkan

kenaikan *return* atas saham sekitar waktu pengumuman, dan sebaliknya *return* negatif atas perusahaan melakukan penurunan pengeluaran modal. Temuan tersebut telah membawa kepada suatu hasil yang menyatakan bahwa keputusan investasi yang dilakukan mengandung informasi yang berisi sinyal-sinyal akan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya Chan *et al.* (1990) menemukan bahwa harga saham merespon pengumuman akan naiknya biaya *research* dan *development* sebagai suatu sinyal positif.

Secara harfiah nilai perusahaan itu sendiri diamati melalui kemakmuran pemegang saham yang dapat diukur melalui harga saham perusahaan di pasar modal. Harga saham dapat dijadikan proksi sebagai nilai perusahaan apabila pasar telah memenuhi syarat efisien secara informasional. Harga saham di pasar modal terbentuk berdasarkan kesepakatan antara permintaan dan penawaran investor, sehingga harga saham merupakan *fair price* yang dapat dijadikan sebagai proksi nilai perusahaan.

Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Myers (1977) yang memperkenalkan *IOS*. *IOS* memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran

perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set (IOS)*. *IOS* didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif. Menurut Gaver dan Gaver (1993), *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Dari pendapat ini sejalan dengan Smith dan Watts (1992) bahwa komponen nilai perusahaan merupakan hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat investasi di masa yang akan datang. Dari definisi di atas, terdapat dua pengertian mengenai *IOS*. Satu pendapat mengatakan bahwa *IOS* merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai. Di lain pihak *IOS* didefinisikan sebagai nilai perusahaan yang nilainya di proksi melalui *IOS*. Namun secara umum dapat disimpulkan bahwa *IOS* merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan datang dengan nilai/*return*/prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan.

Jadi *IOS* dipakai sebagai pemrediksi pertumbuhan perusahaan, dimana kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi keputusan kebijakan keuangan perusahaan yang mencakup kebijakan pendanaan, dividen, investasi yang diambil perusahaan, maka *IOS* dipakai untuk memenuhi harapan dari setiap entitas bisnis dalam menjalankan usahanya untuk tetap *going concern*. Meskipun demikian dalam kenyataannya banyak perusahaan yang dalam implementasi pengambilan keputusan kebijakan keuangan perusahaannya dilakukan secara parsial dan cenderung lebih banyak perhatiannya pada kebijakan pendanaan dan dividen dibandingkan dengan kebijakan investasi. Hal ini diperkuat dengan minimnya penelitian tentang lintas keputusan kebijakan utama keuangan perusahaan (Gaver & Gaver, 1993).

Studi empiris tentang kebijakan pembiayaan telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya yang hasilnya menyatakan bahwa variabel-variabel kebijakan utama keuangan secara empiris berhubungan dengan *IOS* [Jensen dan Meckling (1976), Myers (1977), Easterbrook (1984), Rozeff (1982)]. Konsisten dengan hasil hipotesis mereka, Smith dan Watts (1992) menunjukkan hubungan yang signifikan antara *IOS* dengan struktur modal dan kebijakan dividen.

Hubungan kebijakan investasi dengan kebijakan dividen lebih banyak menyoroti tentang variabilitas tingkat risiko dan keuntungan yang diterima para investor. Keputusan investasi jangka panjang memiliki risiko yang tinggi karena mengandung ketidakpastian dimasa mendatang. Tujuan investor melakukan investasi adalah untuk meningkatkan utilitasnya dalam bentuk kesejahteraan keuangan Sunjaya dan Barlian, I. (2003). Pada dasarnya investor akan melakukan investasi jika investasi tersebut memberikan keuntungan sesuai dengan risiko yang ditanggungnya. Keuntungan investasi di pasar modal adalah laba kapital (*capital gain*) dan dividen. *Capital gain* diperoleh jika harga saham dimasa mendatang lebih besar dari harga saham pada saat pembelian, sedangkan dividen merupakan laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham (Husnan, S. 2002). Jadi pada saat menanamkan saham pada perusahaan emiten, pemegang saham memiliki harapan untuk memperoleh keuntungan dari modal yang ditanamkan. Ada dua jenis dividen kas dan dividen non kas. Dividen kas adalah dividen yang dibayar oleh emiten kepada para pemegang saham dalam bentuk uang tunai. Dividen non kas merupakan dividen saham dan dividen aktiva.

Dividen kas sangat diharapkan oleh para pemegang saham, karena dividen kas merupakan pengembalian utama yang akan menentukan nilai saham bagi pemilik dan investor. Kontroversi antara pihak manajemen perusahaan emiten dan para pemegang saham tentang dividen kas masih sering terjadi sampai sekarang. Kontroversi pertama menyangkut kebijakan dividen menurut Merton Miller dan Franco Modigliani (1961) mengatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat ini selanjutnya lebih dikenal dengan teori ketidakrelevanan dividen atau disingkat dengan teori M & M.

Kontroversi kedua yang menganut teori dividen relevan dari Myron J. Gordon dan John Litner, dasar pemikirannya bahwa investor umumnya menghindari risiko, dan dividen yang sekarang diterima memiliki risiko lebih kecil daripada dividen yang diterima dimasa yang akan datang. Pembayaran dividen sekarang mengurangi ketidakpastian investor. Sebaliknya jika dividen tidak dibayarkan maka tingkat ketidakpastian investor meningkat dan mengakibatkan peningkatan pengembalian yang diinginkan serta mengurangi nilai saham.

Kontroversi ketiga tentang dividen adalah menganut teori preferensi pajak, variabilitas pajak dan *floatation cost* mendasari argumen tersebut. Di negara tertentu pajak untuk *capital gain*

lebih rendah dibandingkan dengan pajak untuk dividen. Dengan demikian dividen seharusnya dibayar rendah, karena akan menghemat pajak (Hanafi, 2004). Dengan argumen tersebut maka perusahaan disarankan untuk memberikan dividen yang rendah kepada para pemegang saham.

Penelitian tentang *IOS* diawali dengan penelitian Smith dan Watts (1992) menunjukkan hubungan yang signifikan antara *IOS* dengan struktur modal dan kebijakan dividen. *IOS* perusahaan yang dilihat dari peluang untuk tumbuh dan ukuran perusahaan berhubungan dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi untuk pihak eksekutif. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi memiliki kecenderungan menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, membayar *dividend yield* lebih kecil (Rozeff, 1982), membayar kompensasi eksekutif lebih besar, dan mengandalkan pada *stock option plans*. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan yang diatur dengan regulasi tertentu menerapkan kebijakan hutang yang tinggi, membayar *dividend yield* tinggi, membayar kompensasi rendah ke eksekutif, jarang menggunakan *stock option plans* dan *bonus plans*. Mereka juga menyatakan bahwa pada umumnya perusahaan-perusahaan besar memiliki *dividend yields* yang tinggi dan tingkat

kompensasi yang tinggi bagi para eksekutif [Fox (1986) dan Murphy (1985)].

Implikasi hasil penemuan Smith & Watts tersebut menunjukkan adanya hubungan diantara kebijakan perusahaan itu sendiri. Terdeteksi adanya hubungan positif antara kebijakan pendanaan dan *dividend yield*; dan antara kompensasi dan bonus & *stock-option plans* yang digunakan. Juga tercatat adanya hubungan negatif antara kebijakan pendanaan dan kompensasi, *bonus & stock-option plans*; begitu pula antara *dividend yield* dan *bonus & stock-option plans*.

Penelitian ini diperluas oleh Gaver&Gaver (1993) dengan menggunakan proksi gabungan ukuran *IOS*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki rasio *debt to equity* yang lebih rendah, *dividend yields* yang lebih rendah, membayar kompensasi eksekutif lebih tinggi, dan kejadian *stock options plans* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh.

Perluasan penelitian tentang *IOS* dengan memasukkan variabel kebijakan dividen perusahaan juga dilakukan pada penelitian selanjutnya yakni (Kallapur dan Trombley, 2001; Jones dan Sharma, 2001) dan dengan variabel kebijakan akuntansi perusahaan (Skinner, 1993) dengan hasil penelitian menunjukkan

bahwa perusahaan yang tumbuh lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau *equity financing* daripada hutang. Sedangkan untuk perusahaan yang tumbuh akan membayar dividen yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, karena dana tersebut digunakan untuk reinvestasi.

Apabila perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut (Myers, 1976). Dari hasil penelitian Gaver & Gaver (1993), Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) serta Adi Prasetyo (2000) dalam hal kebijakan pendanaan telah membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda.

Dari berbagai penelitian *IOS* sebelumnya berorientasi untuk membuktikan ada tidaknya hubungan antara *IOS* dengan kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, pertumbuhan riil perusahaan. Namun dari hasil penelitian sebelumnya masih bersifat umum dan belum secara tegas memberi bukti empiris yang menguatkan salah satu argumen dari tiga macam kontroversi tentang kebijakan dividen tersebut diatas. Selain itu pada

penelitian-penelitian sebelumnya proksi *IOS* masih dianalisis secara parsial dan *IOS* lebih banyak ditempatkan sebagai variabel eksogen yakni sebagai variabel bebas yang mempengaruhi kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Sementara *IOS* merupakan hubungan antara pengeluaran saat ini maupun di masa yang akan datang dengan nilai/*return*/prospek sebagai hasil dari keputusan investasi untuk menghasilkan nilai perusahaan. Hal ini berarti *IOS* dapat ditempatkan sebagai variabel endogen atas pengeluaran-pengeluaran perusahaan saat ini yakni pengeluaran untuk pembayaran dividen dan pembayaran hutang.

Penelitian lintas keputusan kebijakan keuangan perusahaan berdasarkan teori *M & M* dimana mengaitkan antara kebijakan dividen dan perubahan harga saham sebagai variabel eksogen terhadap *IOS* sebagai variabel endogen melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan yang diaplikasikan pada perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI masih minim ditemukan bukti empirisnya.

Penelitian ini dilakukan selain karena masih minimnya bukti empiris penelitian lintas keputusan kebijakan keuangan juga karena pentingnya *IOS* sebagai pemrediksi pertumbuhan perusahaan dan mencerminkan nilai perusahaan, maka jenis pengeluaran perusahaan untuk membayar dividen dan terjadinya perubahan

harga saham tampaknya besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan, karena jenis informasi tersebut akan membawa informasi tentang pertumbuhan pendapatan yang diharapkan di masa yang akan datang. Dengan demikian penelitian ini ingin menguji apakah kebijakan dividen dan perubahan harga saham berpengaruh langsung maupun tidak langsung melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap *IOS*.

Penetapan obyek penelitian ini difokuskan ke perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI karena dengan suatu asumsi bahwa sektor industri khususnya industri pengolahan nonmigas (manufaktur) sebagai motor penggerak (*prime mover*) dan pendongkrak pertumbuhan ekonomi, menempati posisi strategis untuk terus ditingkatkan kinerjanya. Peningkatan sektor manufaktur dimaksudkan untuk mendorong pertumbuhan ekonomi nasional yang berkualitas. Namun kenyataannya sejak krisis ekonomi tahun 1997, kinerja industri manufaktur mengalami penurunan cukup drastis. Kondisi tersebut disebabkan terutama karena beban hutang luar negeri yang banyak khususnya pada perusahaan besar yang membengkak akibat merosotnya nilai tukar rupiah serta masih terus menurunnya daya saing pada banyak produk eksportnya. Bahkan sampai triwulan ke tiga tahun 2009 Industri

manufaktur dinilai sangat memprihatinkan dibanding sektor industri lainnya. Sektor industri manufaktur terus mengalami perlambatan hingga mencapai titik terendah pada triwulan ketiga tahun 2009 dengan pertumbuhan yang hanya 1,3 persen (Kompas, 12 Januari 2010).

Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipilih sebagai objek penelitian karena : (1) adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta perusahaan tersebut melaporkan laporan keuangannya kepada Bapepam dan dipublikasikan, (2) jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak dibanding sektor-sektor lain, karena kemampuan analisis dalam suatu sektor diharapkan dapat menghasilkan simpulan yang dapat dibandingkan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, (3) perusahaan manufaktur mempunyai kriteria pengungkapan yang lebih sederhana dibandingkan dengan perusahaan perbankan, selain itu perusahaan perbankan cenderung mempunyai rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi.

Pertimbangan lain terhadap pemilihan perusahaan manufaktur sebagai obyek penelitian adalah mengacu perspektif teorema ekonomi pembangunan, secara spesifik strukturalisme ekonomi pembangunan terhadap ekonomi industri adalah proses pergeseran struktur itu sendiri yang kunci indikator kesuksesan pembangunan ditentukan oleh pergeseran struktur ekonomi dari sektor produksi komoditi primer yakni pertanian & pertambangan ke sektor sekunder yakni industri & konstruksi dan ke sektor tersier yakni jasa dalam fungsi industri negara berkembang (Kaldor, 1980).

Mengingat sejumlah varian yang berbeda antara negara industri maju dan berkembang, misalnya tenaga kerja homogen dan politik kaum buruh yang kuat, jadinya pengertian dasar perubahan struktural dalam praktik strukturalisme pembangunan negara berkembang, adalah berlangsungnya "transformasi dari dan ke suatu struktur ekonomi yang mengubah keseimbangan dasar kegiatan susunan ekonomi masyarakat yang biasanya sangat tergantung pada *multiplier* investasi sistem ekonomi terbuka" (Abdurrahman, 2007). Jadi mengingat pentingnya *multiplier* investasi pada perusahaan manufaktur di pasar modal Indonesia dan dikaitkan dengan kenyataan yang terjadi pada sepuluh tahun terakhir setelah krisis ekonomi tahun 1997, maka peneliti termotivasi untuk melakukan studi *investment opportunity*

set terkait teori ketidakrelevanan dividen terutama pada kegiatan investasi finansial perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI. Investasi ke dalam aktiva finansial dapat berupa investasi langsung dan tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva finansial yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau di pasar turunan (*derivative market*). Investasi tidak langsung dapat dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi (Hartono, 2002).

Dengan pertimbangan seperti diuraikan pada beberapa paragraf tersebut diatas maka motivasi pelaksanaan penelitian ini secara detail adalah sebagai berikut: *pertama*; memberi bukti empiris terhadap teori ketidakrelevanan dividen kaitannya dengan *IOS*. *Kedua*; menginvestigasi pengaruh langsung kebijakan dividen dan perubahan harga saham terhadap nilai perusahaan yang diproksikan *IOS* perusahaan manufaktur yang *Listing* di BEI. *Ketiga*; menginvestigasi pengaruh tidak langsung kebijakan dividen dan perubahan harga saham terhadap nilai perusahaan yang diproksikan *IOS* perusahaan manufaktur yang *Listing* di BEI. *Keempat*; menginvestigasi pengaruh langsung pertumbuhan riil dan kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan *IOS* perusahaan manufaktur yang *Listing* di BEI. *Kelima*;

menginvestigasi pengaruh tidak langsung pertumbuhan riil perusahaan melalui kebijakan pendanaan terhadap nilai perusahaan yang diproksikan IOS perusahaan manufaktur yang *Listing* di BEI. Keenam; menginvestigasi pengaruh total kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil, dan kebijakan pendanaan nilai perusahaan yang diproksikan IOS perusahaan manufaktur yang *Listing* di BEI.

Dengan pertimbangan tersebut, peneliti berkeinginan untuk melakukan penelitian studi empiris tentang pengaruh kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, dan kebijakan pendanaan terhadap IOS dilihat dari perpektif teori ketidakrelevanan dividen atau *M M theory* yang diaplikasikan pada pasar modal di Indonesia dengan sepuluh tahun periode amatan yakni 1998-2007. Judul penelitian ini adalah "Studi *Investment Opportunity Set* Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia".

B. Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini dinyatakan sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan dividen, perubahan harga saham berpengaruh langsung terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI?

2. Apakah kebijakan dividen, perubahan harga saham berpengaruh tidak langsung melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI?
3. Apakah pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan berpengaruh langsung terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI?
4. Apakah pertumbuhan riil perusahaan berpengaruh tidak langsung melalui kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI?
5. Apakah kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, dan kebijakan pendanaan berpengaruh terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yang ingin dicapai berdasarkan perumusan masalah di atas adalah untuk:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh langsung kebijakan dividen, perubahan harga saham terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.

2. Menguji dan menganalisis pengaruh tidak langsung kebijakan dividen, perubahan harga saham terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
3. Menguji dan menganalisis pengaruh langsung pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
4. Menguji dan menganalisis pengaruh tidak langsung pertumbuhan riil perusahaan melalui kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
5. Menguji dan menganalisis pengaruh total antara kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.

D. Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilaksanakan dengan harapan akan memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Manfaat teoritis adalah memberikan bukti empiris terhadap teori ketidakrelevanan dividen Modigliani Miller (1961) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Mereka menyatakan bahwa berdasarkan

keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Setiap rupiah pembayaran dividen akan mengurangi laba ditahan yang digunakan untuk membeli aktiva baru. Laba ditahan yang hilang harus ditutup dengan menjual saham baru. Pembeli saham baru menghendaki dividen dan pembayaran dividen tersebut akan mengurangi nilai sekarang dari dividen yang akan diterima pemegang saham lama sejumlah yang sama dengan dividen yang mereka terima saat ini.

2. Pembuktian ada tidaknya hubungan IOS terhadap lintas kebijakan utama perusahaan yakni pembiayaan perusahaan dan kebijakan dividen (Jensen dan Meckling (1976), Myers (1997), Easterbrook (1984), Rozeff (1982) dan struktur modal dan kebijakan dividen menurut Smith dan Watts, 1992).
3. Manfaat Praktis adalah sebagai dasar pengambilan keputusan bagi Investor dan Analis Pasar modal : sebagai dasar dalam pengambilan keputusan bagi pelaku pasar modal (investor, pialang, dan para analis sekuritas) serta calon investor dimasa yang akan datang, utamanya dalam menentukan keputusan investasinya. Para investor dan analis sekuritas mengetahui peluang yang ada di dalam setiap

perusahaan dan memilih perusahaan yang tepat untuk menanamkan modalnya serta sebagai dasar untuk menentukan portofolio saham yang akan dibentuk karena klasifikasi potensi pertumbuhan perusahaan dapat mengindikasikan resiko yang melekat pada saham perusahaan. Para manajer perusahaan dapat mengetahui seberapa jauh kemampuan perusahaan dalam menangkap peluang-peluang investasi yang ada dan berusaha meningkatkan potensi perusahaan agar dapat bertumbuh dengan menerapkan kebijakan pendanaan dan dividen yang tepat .

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Kajian Teori

1. Beberapa Masalah Tentang Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan salah satu dari tiga keputusan utama keuangan perusahaan. Setiap manajer keuangan dihadapkan Pengelolaan keuangan suatu perusahaan merupakan suatu fungsi utama dalam menjalankan operasional suatu perusahaan, pengelolaan keuangan ini sering disebut dengan manajemen keuangan.

Gitman, L.L., (2006) dalam mendefinisikan mengenai manajemen keuangan mengatakan bahwa "*Managerial finance is concerns the duties of financial manager in the business firm*". Menurut Horne, J.V. dan Wachowics Jr., J.M. (1998) manajemen keuangan adalah "*concerns the acquisition, financing and management of assets with some overall goal in mind*". Menurut Alexandry, M.B. (2008), manajemen keuangan dapat diartikan sebagai keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut, manajemen keuangan juga dapat diartikan sebagai seni dan

ilmu pengetahuan tentang mengelola keuangan. Sementara Margaretha, F. (2005) mendefinisikan manajemen keuangan sebagai ilmu yang membahas tentang investasi, pembelanjaan dan pengelolaan aset-aset dengan beberapa tujuan menyeluruh yang direncanakan.

Dari beberapa definisi manajemen keuangan tersebut dapat disimpulkan bahwa manajemen keuangan sebagai kegiatan yang menyangkut perencanaan, analisis dan pengendalian kegiatan keuangan. Setiap orang dalam perusahaan harus berinteraksi dengan bagian keuangan. Oleh karena itu fungsi manajemen keuangan dapat dijelaskan melalui peran manajemen keuangan dalam perusahaan, hubungan dengan bidang ekonomi dan akuntansi, dan kegiatan utama manajer keuangan.

Menurut Ross et al. (1993), mengemukakan tentang tugas-tugas manajer keuangan dalam mengelola keuangan perusahaan bahwa dalam menjalankan usahanya manajer keuangan menghadapi tiga masalah utama. *Pertama*, penentuan investasi jangka panjang apa yang akan dilakukan, yakni keputusan tentang modal (*capital decision*). Keputusan ini berkaitan dengan penentuan jenis dan banyaknya aktiva yang dibutuhkan perusahaan sesuai dengan sifat usahanya. *Kedua*,

adalah bagaimana uang kas dapat diperoleh untuk membiayai investasi yang diisyaratkan dan yang dinamakan keputusan pembelanjaan. Hal ini berkaitan dengan struktur keuangan perusahaan, yakni hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. Ketiga, tentang investasi jangka pendek apa yang akan dilakukan dan bagaimana investasi tersebut akan dibiayai, dan keputusan jangka pendek ini berkaitan arus kas masuk dan kas keluar (*cash inflow and cash outflow*) dalam kegiatan operasi sehari-hari. Antara arus kas masuk dan kas keluar terdapat kesenjangan waktu, dan tugas manajer keuangan adalah mensinkronisasikan kesenjangan antara kas keluar dan arus kas masuk. Berarti dari pendapat Ross dapat dikatakan bahwa lingkup tugas manajemen keuangan terdiri dari dua hal, yaitu fungsi investasi dan pembelanjaan. Kedua fungsi ini tidak dapat dipisah satu dengan lainnya dalam usaha manajer keuangan menjalankan tugasnya.

Menurut Brigham, E.F. dan Gapenski, L.C. (2000) mengutarakan bahwa dalam pelaksanaannya, keputusan dalam manajemen keuangan dapat dipisahkan ke dalam tiga bidang pokok, yaitu: 1). Keputusan pengelolaan dana (*investment decision*). Keputusan ini tercermin pada sisi neraca

yaitu mencakup aktiva lancar dan aktiva tetap. Tugas manajemen keuangan untuk menentukan berapa jumlah dari aktiva lancar yang harus disediakan. Manajer keuangan juga memutuskan aktiva tetap mana yang harus dimodifikasi, diganti atau dijual. 2). Keputusan alternatif pembiayaan (*financial decision*). Keputusan ini tercermin pada sebelah sisi kanan neraca yang mencakup hutang lancar dan sumber dana jangka panjang. 3). Kebijakan dalam pembagian dividen (*dividend decision*). Keputusan dividen yaitu keputusan yang menyangkut persentase laba yang dibayarkan sebagai dividen tunai, dividen saham, pemecahan saham dan pembelian kembali saham yang beredar.

Secara sederhana investasi dapat diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu asset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan/atau peningkatan nilai investasi. Secara umum investasi dapat diartikan sebagai penanaman modal yang berbentuk aktiva keuangan untuk memperoleh keuntungan yang mana penanaman modal ini tidak terlepas dari kemungkinan adanya risiko.

Proses investasi menunjukkan bagaimana para pemodal atau investor seharusnya melakukan investasi, baik itu investasi

dalam sekuritas maupun dalam aktiva keuangan lainnya. Hakikat investasi menurut Francis (1991) adalah "*An Investment is a commitment of money that is expected to generate additional money*". Francis berpendapat bahwa investasi merupakan penanaman sejumlah uang yang diharapkan menghasilkan tambahan uang di masa yang akan datang. Hirt (1993) mengatakan bahwa investasi didefinisikan sebagai tanggung jawab atas dana lancar dalam antisipasi penerimaan arus dana yang besar di masa mendatang.

Keputusan investasi bagi seorang investor menyangkut masa yang akan datang mengandung ketidakpastian, yang berarti mengandung unsur risiko bagi investor. Hampir semua investasi mengandung ketidakpastian atau risiko. Jadi investor tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang akan dilakukan. Karena pemodal menghadapi kesempatan investasi yang berisiko maka pilihan investasi tidak hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan. Pertimbangan yang biasanya digunakan oleh para investor yang rasional adalah tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan dan risiko yang terkandung dari investasi yang dilakukan. Menurut Sunjaya dan Barlian, I. (2003) mengatakan bahwa investor melakukan investasi untuk meningkatkan

utilitasnya dalam bentuk kesejahteraan keuangan. Pada dasarnya investor akan melakukan investasi jika investasi tersebut memberikan keuntungan sesuai dengan risiko yang ditanggungnya. Keuntungan investasi di pasar modal adalah laba kapital dan dividen.

Jadi Variabilitas *return* individu maupun secara keseluruhan (*market return*) mencerminkan risiko pada investasi saham di pasar modal. Besar kecilnya risiko investasi tersebut dapat diukur dengan *varians* atau *standard deviation* dan *return* saham tersebut (Francis, 1991). Risiko menunjukkan keadaan dimana keuntungan yang akan terjadi tidak dapat diketahui sebelumnya secara pasti (*uncertainty*), tetapi dapat disusun suatu alternatif kemungkinan kejadian yang dapat diketahui.

Menurut Sukirno, S. (2002) mengatakan bahwa investasi dapat diartikan sebagai pengeluaran atau pembelanjaan penanam-penanam modal atau perusahaan untuk membeli barang-barang modal dan perlengkapan-perengkapan produksi untuk menambah kemampuan memproduksi barang-barang dan jasa-jasa yang tersedia dalam perekonomian. Sedangkan menurut Sumantoro (1990) investasi adalah kegiatan menanamkan modal baik langsung maupun tidak langsung, dengan harapan pada waktunya nanti pemilik modal

mendapatkan sejumlah keuntungan dari penanaman modal tersebut. Sedangkan menurut Jogiyanto (2000) investasi dapat didefinisikan sebagai penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan didalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu.

Pengertian investasi menurut Ahmad (1996) investasi adalah menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana tersebut. Sedangkan menurut Harianto dan Siswanto (1998) investasi dapat diartikan sebagai kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan peningkatan nilai investasi.

Salah satu tujuan investasi adalah memperoleh hasil yang memadai. Hasil yang diperoleh dalam satu periode tertentu merupakan ukuran tingkat pertumbuhan investasinya. Pendapat lainnya dikemukakan oleh Rose (1993) yang menyatakan bahwa : *The objective of the investment is to maximize the value of the investment in the simple term this means to fund assets that have appropriate rate of return.* Pendapat ini didukung oleh pendapat Francis (1993) yang menyatakan bahwa *"The goal of investor and investment manager is to maximize the rate of*

return or equivalently, the terminal value of their investment". Selanjutnya Francis mengemukakan bahwa yang dimaksud dengan nilai terminal dari suatu investasi adalah sama dengan nilai akhir dari kekayaan (*ending wealth*) investor yang tercermin dalam harga saham perusahaan.

Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung dan tidak langsung. Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjualbelikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau di pasar turunan (*derivative market*). Investasi tidak langsung dapat dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperolehnya untuk diinvestasikan kedalam portofolionya. Perusahaan investasi diklasifikasikan sebagai *unit investment trust, closed-end investment companies, open-end investment companies* (Hartono, 2002).

Menurut Smith and Watts (1992) dalam penelitiannya yang berjudul "*The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*" perusahaan merupakan kombinasi antara nilai *asset in place* dengan pilihan

investasi di masa yang akan datang. Kebijakan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun tidak semua perusahaan dapat melaksanakan semua kesempatan investasi di masa mendatang. Ketidakmampuan perusahaan menggunakan kesempatan investasi tersebut akan menanggung pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan yang hilang. Nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang (*present value*) dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang.

Fama (1978) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Hal ini berarti bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller:1968). Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung oleh pihak luar.

Selanjutnya Gaver & Gaver (1993) dalam penelitiannya yang berjudul "*The Additional Evidence on the Association Between Investment Opportunity Set and Corporate financing, Dividend and Compensation Policies*", menyatakan bahwa pilihan investasi di masa depan tidak hanya pada proyek-proyek yang didanai dari kegiatan riset dan pengembangan, namun

juga dengan kemampuan mengeksploitasi kesempatan memperoleh keuntungan.

Set kesempatan investasi (*investment opportunity set*) disingkat dengan istilah *IOS* pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1977) dalam penelitiannya yang berjudul "*Determinants Corporate Borrowing*" yakni sebagai ketergantungan nilai perusahaan terhadap kebijakan pembiayaan perusahaan. Nilai *IOS* bergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang (*future discretionary expenditure*) yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar dari biaya modal (*cost of equity*) dan dapat menghasilkan keuntungan.

Secara umum dapat dikatakan bahwa *Investment Opportunity Set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan untuk kepentingan di masa yang akan datang. Dengan demikian *IOS* bersifat *unobservable*, sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel pertumbuhan, variabel kebijakan dan lain-lain. Semakin banyak proksi *IOS* yang menentukan karakteristik

perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

Ada beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Myers :1977). Proksi-proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis: 1). *Price-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*). Proksi IOS berbasis pada harga, merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini didasari pada anggapan yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. 2). *Investment-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. 3). *Variance measure*, proksi ini percaya

pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

Pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan Sharpie (1991) adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada dukungan aset terhadap peningkatan penjualan dan bagaimana dana yang tersedia (berupa *current liabilities*, *debt*, *retained earnings* dan *new sales*) terhadap pertumbuhan *assets*, dengan asumsi bahwa perusahaan mau dan mampu menyediakan *new debt* dan *new equity*. Asumsi ini untuk mengatasi keterbatasan *financial* terhadap pertumbuhan.

Menurut Jogiyanto (2002) mengemukakan bahwa pertumbuhan aset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditur. Pertumbuhan merupakan aspek positif bagi perusahaan karena adanya suatu harapan adanya kesempatan investasi di perusahaan tersebut.

Penelitian Vogt (1997) menunjukkan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Menurut Smith

& Watts (1992) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan aspek positif bagi perusahaan seperti terbukanya kesempatan untuk berinvestasi di perusahaan. Lebih lanjut Smith & Watts (1992) mengemukakan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diproksikan dengan berbagai macam kombinasi nilai ~~set~~ kesempatan investasi (IOS).

Menurut Kallapur dan Trombley (2001) mengungkapkan bahwa realisasi pertumbuhan di tunjukkan dalam pertumbuhan nilai buku aktiva dan nilai buku perusahaan. Pertumbuhan sebagai basis pengujian IOS adalah realisasi pertumbuhan penjualan, laba, nilai buku asset, dan nilai buku total ekuitas. Pengukuran realisasi pertumbuhan yang banyak digunakan adalah pertumbuhan laba dan pertumbuhan penjualan, atau diwakili dengan nilai pasar dibagi dengan nilai buku (Hartono, 2003).

Pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan tingkat pendapatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan untuk mendanai investasinya secara internal sehingga

perusahaan tidak terdorong untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen.

Menurut Julianto (2003) realisasi pertumbuhan terbagi menjadi empat, yaitu: pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan nilai buku ekuitas, pertumbuhan aset. Pada masa pertumbuhan biasanya pertumbuhan penjualannya relatif masih tinggi, hal ini menunjukkan bahwa produk yang dihasilkan oleh perusahaan diterima oleh pasar.

Beberapa proksi *IOS* telah digunakan oleh para peneliti terdahulu dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran *IOS* berdasarkan penggolongan jenis proksi menurut Kallapur dan Trombley (1999), pertama adalah Proksi *IOS* berbasis pada harga, merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. *IOS* yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan.

Rasio-rasio yang telah digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar adalah sebagai

berikut: 1). *Market to book value equity, MKTBKEQ* (Collins dan Kothari, 1989; Chung dan Charoenwong, 1991); 2). *Tobin's Q* (Skinner, 1993; Kallapur dan Trombley 1999; dan Denis 1994); 3). *Ratio of property, plant, and equipment to firm value, PPE* (Skinner 1993; Ho, Lam, dan Sami 1999; Subekti dan Kusuma 2001; Jones dan Sharma, 2001); 4). *Ratio of depreciation to firm value, VDEP* (Smith dan Watts 1992; Kallapur dan Trombley 1999; Ho, Lam, dan Sami 1999; dan Jones dan Sharma, 2001); 5). *Market to book value of assets, MKTBKASS* (Belkaouli dan Picur 1998, Smith dan Watts 1992; Cahan dan Hossain 1996; Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang 1996; Ho, Lam, dan Sami 1999; Kallapur dan Trombley 1999; Gul dan Kealey 1999; Hartono 1999; Adam dan Goyal 2000; Subekti dan Kusuma 2001, AlNajjar dan Belkaouli 2001; Belkaouli dan Picur 2001; About 2001; Jones dan Sharma 2001); 6). *Earnings to price ratio EP* (Kester 1984; Belkaouli dan Picur 1998; Chung dan Charoenwong, 1991, Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang 1996, Cahan dan Hossain 1996, Ho, Lam, dan Sami 1999; Kallapur dan Trombley 1999; Gul dan Kealey 1999; Hartono 1999, Adam dan Goyal 2000; Subekti dan Kusuma 2001; AlNajjar dan Belkaouli 2001; Belkaouli dan Picur 2001, About 2001, Jones dan Sharma 2001).

Kedua, Proksi IOS berbasis pada investasi, merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio-rasio yang sering digunakan oleh peneliti antara lain: 1). Rasio *investment to net sales* IONS, (Hartono 1999); 2). Rasio *capital expenditure to book value asset* CAPBVA, (Jones dan Sharma 2001). 3). Rasio *capital expenditure to market value of assets* (CAPMVA).

Ketiga, Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*) merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian diantaranya: 1). *Varian return* (VARRET), (Gaver dan Gaver 1993, Smith dan Watts 1992, Baber, Janakiraman, dan Hyon Kang 1996, Kallapur dan Trombley 1999, About 2001, Jones dan Sharma 2001); 2). *Beta asset* BETA, (Skinner 1993, Kallapur dan Trombley 1999).

Dari proksi IOS yang biasa digunakan oleh para peneliti sebelumnya, maka Baker (1993) menyatakan bahwa perlu selalu dilakukan perbaikan dan pengembangan terhadap proksi-

proksi yang telah ada, karena setiap proksi terutama proksi yang digunakan secara individual akan mengandung *measurement error* (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993). Hal ini sesuai dengan yang dikemukakan Bartholomew (1987) dalam Mahfud (2004) bahwa perlu dilakukan pertimbangan untuk melakukan penyederhanaan data dengan menggabungkan variabel-variabel terukur (*observed variable*) menjadi variabel gabungan (*composite variable*). Penggabungan variabel-variabel terukur menjadi variabel gabungan dapat membantu dalam memahami fenomena yang sedang diteliti dan dapat digunakan sebagai deskripsi atau dapat pula digunakan dalam analisis lebih lanjut sebagai variabel regresi.

2. Beberapa Tinjauan Tentang Kebijakan Pendanaan

Konsep penting manajemen pendanaan adalah masalah sumber dan penggunaan dana. Pada hakikatnya, pemenuhan dan pengalokasian dana menyangkut masalah keseimbangan finansial dalam perusahaan. Struktur keuangan atau biasa juga disebut struktur pendanaan merupakan kombinasi atau bauran segenap pos yang masuk kedalam sisi kanan neraca pendanaan perusahaan (Martin, et.al., 1994 dalam Masidonda), sedangkan Weston dan Copeland (1997) mengartikan struktur

pendanaan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivitya, struktur dapat dilihat pada seluruh sisi kanan neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham.

Dengan demikian, struktur pendanaan adalah pencerminan dari cara suatu perusahaan untuk membiayai aktivitya yang merupakan komposisi dari sumber modal yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham (Masidonda, 2001). Menurut Vera, Tobing, R.L. dan Ibad, A. (2005) tujuan umum perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan meminimumkan biaya modal perusahaan. Oleh sebab itu, struktur pendanaan perusahaan ditampilkan dari tingkat *leverage* perusahaan.

Dalam manajemen pendanaan, *leverage* adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan dengan maksud meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, R.A., 1997). Konsep *leverage* tersebut sangat penting terutama untuk menunjukkan kepada analis pendanaan dalam melihat *trade off* antara risiko dan tingkat keuntungan dari berbagai tipe keputusan finansial.

Menurut Brigham dan Daves (2003) penggunaan hutang yang lebih banyak akan meningkatkan risiko terhadap pemilik perusahaan (*stockholders*) karena akan meningkatkan risiko bisnis dari operasional perusahaan, pemilik perusahaan mendapatkan tambahan risiko yaitu risiko finansial dari penggunaan hutang yang dicerminkan dalam pembayaran bunga yang umumnya bersifat tetap. Seiring dengan peningkatan risiko finansial risiko kebangkrutan pun akan meningkat.

Kebijakan pendanaan sebuah perusahaan haruslah bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran. Dalam hal ini kebijakan tersebut harus mempertimbangkan dan menganalisa kombinasi sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membiayai kebutuhan-kebutuhan rutin serta investasi perusahaan. Menurut Schoeder (2001), "*Financing activities result from obtaining resources from owners, providing owners with a return of and a return on their investment, borrowing money and repaying the amount borrowed and obtaining and paying for other resources from long-term creditor.*". Dalam hal ini perusahaan selain mendapatkan sumber dana dari modal sendiri yaitu saham preferen, saham biasa, dan laba ditahan, perusahaan juga mampu melakukan

pendanaan melalui peminjaman dari kreditur melalui hutang jangka panjang. Hutang jangka panjang sendiri dapat diartikan sebagai kewajiban yang dibayar kepada kreditur dan mempunyai jangka waktu lebih dari satu tahun atau satu siklus operasi perusahaan. Pada umumnya hutang jangka panjang digunakan untuk perluasan perusahaan, meliputi jumlah yang besar, dan jangka waktu yang lama.

Keputusan pendanaan akan tercermin pada sisi aktiva perusahaan, sedangkan keputusan investasi dan kebijakan deviden akan tercermin pada sisi pasiva perusahaan. Keputusan investasi mengakibatkan perusahaan memiliki aktiva riil misal tanah, mesin, persediaan, merek dagang, dan lain sebagainya. Keputusan pendanaan mengakibatkan perusahaan menerbitkan aktiva financial yaitu selembor kertas yang mempunyai nilai pasar karena mempunyai hak untuk memperoleh penghasilan, seperti saham dan obligasi. Laba yang diperoleh perlu diputuskan untuk dikembalikan ke pemilik dana/ di investasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Keputusan Pendanaan Perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh Perusahaan. Keputusan pendanaan

berkaitan dengan pemilihan sumber dana baik yang berasal dari dalam maupun dari luar perusahaan sangat mempengaruhi nilai perusahaan tersebut. Sumber dana perusahaan dari internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi. Sumber dana eksternal perusahaan berasal dari para kreditur. Pemenuhan kebutuhan dana yang berasal dari para kreditur merupakan hutang bagi perusahaan atau disebut dengan metode pembelanjaan dengan hutang. Dana yang diperoleh dari para pemilik merupakan modal sendiri.

Prinsip manajemen perusahaan menuntut agar baik dalam memperoleh maupun menggunakan dana harus didasarkan pada efisiensi dan efektifitas. Efisiensi penggunaan dana berarti bahwa setiap rupiah dana yang ditanamkan dalam aktiva harus dapat digunakan seefisien mungkin untuk menghasilkan tingkat keuntungan investasi yang maksimal.

Fungsi penggunaan dana meliputi perencanaan dan pengendalian penggunaan aktiva dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap. Agar dana yang tertanam dalam masing-masing unsur aktiva tersebut disatu pihak tidak terlalu kecil jumlahnya sehingga dapat mengganggu likuiditas dan kontinuitas usaha, dan dilain pihak tidak terlalu besar jumlahnya, sehingga dapat menimbulkan pengangguran dana. Oleh karena itu,

pengalokasian dana harus didasarkan pada perencanaan yang tepat, sehingga dana yang menganggur menjadi kecil. Efisiensi penggunaan dana secara langsung dan tidak langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi. Dengan demikian manajer keuangan dalam menjalankan fungsi penggunaan dana harus selalu mencari alternatif-alternatif investasi untuk kemudian dianalisis dan hasil analisis tersebut harus dapat diambil keputusan alternatif investasi mana yang akan dipilih. Dengan kata lain, manajer keuangan harus mengambil keputusan investasi (*investment decision*).

Manajer keuangan harus mengusahakan agar perusahaan dapat memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan dengan syarat yang paling menguntungkan. Manajer keuangan harus mempertimbangkan dengan cermat sifat dan biaya masing-masing sumber dana yang akan dipilih, karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda-beda.

Pada prinsipnya pemenuhan kebutuhan dana suatu perusahaan dapat disediakan dari sumber intern perusahaan, yaitu sumber dana yang dihasilkan sendiri oleh perusahaan, misalnya laba ditahan atau *retained earning*. Apabila

perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari sumber intern dikatakan perusahaan itu melakukan pendanaan intern/ *internal financing*.

Selain sumber intern dalam memenuhi kebutuhan dananya, suatu perusahaan dapat pula memenuhi kebutuhan dananya dari sumber ekstern, yaitu sumber dana yang berasal dari tambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi dan kredit dari bank. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya dari luar perusahaan disebut pendanaan ekstern/ *external financing*. Apabila perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya dipenuhi dari dana yang berasal dari pinjaman, dikatakan perusahaan tersebut melakukan pendanaan hutang/ *debt financing*. Jika perusahaan memenuhi kebutuhan dananya berasal dari emisi atau penerbitan saham baru, dikatakan perusahaan tersebut melakukan pendanaan modal sendiri/ *external equity financing*.

Perusahaan cenderung menggunakan pendanaan dari dalam untuk membiayai pendanaannya karena adanya informasi yang asimetrik antara manajer dan juga calon pemegang saham potensial. Pada saat manajer berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang saat ini

memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh para pemegang saham baru yang potensial, maka para pemegang saham baru akan mengurangi kemauan mereka dalam membayar saham baru dengan asumsi manajer akan menggunakan informasi internal untuk melakukan tindakan demi kepentingan pemegang saham saat ini. Jika informasi internal tersebut bersifat menguntungkan, maka manajer akan berusaha untuk menggunakan sumber dana keuangan eksternal yang diperlukan untuk mengeluarkan saham-saham.

Gallagher (2002) mendefinisikan struktur modal sebagai kombinasi sumber dana perusahaan dari hutang, saham preferen, dan saham biasa. Menurut Ross (2002) struktur modal adalah campuran dari bermacam-macam hutang dan ekuitas yang dipelihara oleh perusahaan dimana komposisi tersebut digunakan untuk mendanai investasi proposal dengan proporsi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang serta ekuitas yang relatif besarnya.

Menurut teori *pecking order*, tidak ada yang disebut rasio hutang yang optimal. Karena rasio hutang hanya merupakan suatu hasil kumulatif dari hirarki pendanaan dari waktu ke waktu (Djakman dan Halolomaon, 2001). Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan

suatu urutan atau hirarki yang paling menguntungkan dan tidak berdasarkan pada struktur modal yang ditargetkan.

Dalam melakukan keputusan akan struktur modal, perusahaan dapat menggunakan *target capital structure* atau mengikuti hirarki dari pendanaan yang dimulai dari laba ditahan, diikuti pendanaan dari hutang, dan yang terakhir pendanaan eksternal ekuitas/ *pecking order*. Menurut Myers dan Majluf (1984) asumsi *pecking order theory* yaitu: 1). Pihak manajer perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai kondisi perusahaan daripada investor luar yang biasa disebut *Assymetrics Informations*. 2). Pihak manajer melakukan tindakan yang terbaik bagi para pemegang saham.

Pecking Order Theory mengasumsikan adanya *assymmetric informations*. Oleh sebab itu disebut *The Signalling or Assymmetric Informations of Capital Structure*, karena terjadi asimetri informasi antara manajer dengan pelaku pasar, maka diperlukan keputusan berjenjang dalam melakukan pemilihan sumber pendanaan bagi perusahaan.

Dalam *pecking order theory* ini dikemukakan bahwa perilaku pendanaan dari perusahaan, yaitu : 1). Perusahaan memprioritaskan pendanaan internal berupa laba ditahan sebelum menggunakan pendanaan eksternal berupa hutang

dan saham sebagai sumber yang terakhir. 2). Jika perusahaan harus mencari pendanaan eksternal maka akan dipilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman. Yaitu hutang yang paling rendah risikonya, lalu ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas hybrid seperti, obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa. 3). Kebijakan dividen yang ketat dimana *Dividen pay out ratio*-nya konstan walaupun laba perusahaan berfluktuasi. 4). Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas dengan adanya kebijakan dividen dan fluktuasi dari tingkat keuntungan dan kesempatan investasi, maka jika kurang pertama kali perusahaan akan mengambil dari portofolio lancar yang tersedia.

Kebijakan pendanaan Modigliani dan Miller (1958) dalam Brigham dan Gapenski (1990) mengemukakan proposisi dengan asumsi tanpa pajak dan pasar sempurna, nilai pasar perusahaan bersifat tidak tergantung pada keputusan pendanaan atau struktur modal melainkan ditentukan oleh kapitalisasi keuntungan yang diharapkan pada tingkat tertentu. Setelah unsur pajak dimasukkan dalam model maka pandangan mereka berubah, seperti dikutip oleh Brigham dan Gapenski (1990), pada studi Modigliani dan Miller (1963) yang kedua berargumentasi bahwa keputusan pendanaan melalui utang

atau *leverage* akan meningkatkan nilai perusahaan karena bunga utang mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Dapat diartikan bahwa investasi adalah kegiatan penanaman sejumlah dana tertentu saat ini dengan harapan agar memberikan hasil (*return*) di masa yang akan datang. Tingkat risiko investasi pada pasar modal lebih besar dibandingkan dengan alternative investasi lain seperti obligasi, deposito dan tabungan. Hal ini disebabkan oleh karena *return* yang diharapkan mengandung unsur ketidakpastian di masa yang akan datang.

Menurut teori *trade-off* perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang optimal. Struktur modal yang optimal yang dimaksud merupakan keseimbangan antara penghematan pajak atas penggunaan hutang dengan biaya kesulitan keuangan akibat penggunaan hutang, sebab biaya dan manfaat akan saling meniadakan satu sama lain (*trade-off*).

Tingkat hutang optimal dapat tercapai dengan menyeimbangkan antara keuntungan pengaruh *interest tax shield* terhadap ekspektasi *cost of financial distress*. Apabila keuntungan pengaruh *interest tax shield* lebih besar daripada ekspektasi *cost of financial distress* maka hutang mempunyai

efek positif terhadap nilai perusahaan. Namun apabila keuntungan pengaruh *interest tax shield* tidak mampu mengimbangi ekspektasi *cost of financial distress* maka hutang tersebut akan mempunyai efek negatif terhadap nilai perusahaan.

3. Perdebatan Tentang Kebijakan Dividen.

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Secara definisi, kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk *dividen* atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Weston & Copeland, 1991).

Kebijakan dividen melibatkan keputusan apakah akan membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut tiga masalah: (1) Seberapa banyak laba yang harus dibagikan secara rata-rata selama jangka waktu tertentu? (2) Apakah pembagian itu sebaiknya dalam bentuk dividen tunai atau pembelian kembali? (3) Apakah perusahaan sebaiknya

mempertahankan tingkat pertumbuhan dividen yang stabil? (Brigham & Houston, 1998).

Menurut Riyanto, B., (2001) mendefinisikan kebijakan dividen adalah bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan. Weston & Brigham (1990) berpendapat bahwa kebijakan dividen sebagai suatu kebijakan yang menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan.

Sundjaya dan Barlian, I. (2003) mengemukakan kebijakan dividen sebagai rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Dari pengertian tersebut dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen adalah rencana pembagian pendapatan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen, apakah dividen akan dibayarkan atau harus ditahan dalam perusahaan sebagai laba ditahan.

Dividen menurut Fred C. Yeager dan Neil E. Seitz (2002) adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan

memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen.

Husnan, S., (2002) mendefinisikan dividen adalah laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham. Sedangkan menurut BAPEPAM mengartikan dividen sebagai porsi keuntungan perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Selanjutnya Darmadji dan Fakhruddin (2001) mendefinisikan dividen sebagai pembagian keuntungan yang diberikan penerbit saham tersebut akan keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Jadi dividen adalah laba yang diperoleh perusahaan dan tersedia bagi pemegang saham.

Supaya dividen dapat optimal, maka harus ada keuntungan dari pembayaran dividen dan juga biaya untuk pembayaran. Ada tiga pendekatan yang berbeda untuk kebijakan dividen yang optimal yang mempertimbangkan keuntungan dan juga biaya. Rozeff (1982) menganjurkan bahwa kebijakan dividen dapat optimal meskipun tanpa memperhatikan implikasi pajak. Pola sistematis dalam rasio

pembayaran dividen perusahaan dapat dijelaskan dengan menukarkan biaya penerbitan (*floatation*) untuk menambah modal eksternal dan keuntungan dari menurunnya biaya agen jika perusahaan menaikkan pembayaran dividennya. Semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh suatu perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan (pertambahan modal internal). Jadi menyebabkan perusahaan harus mencari dana eksternal (pinjaman atau saham) untuk melakukan investasi baru. Tetapi biaya penerbitan yang timbul untuk menambah modal eksternal membuatnya menjadi suatu sumber pembiayaan yang mahal. Akibatnya, pembayaran dividen menjadi mahal karena meningkatnya kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Salah satu keuntungan dari pembayaran dividen adalah bahwa pembayaran itu dapat mengurangi biaya agen antara pengelola sekaligus pemilik dan pemilik dari luar. Roseff (1982) juga mengatakan bahwa variasi dari arus kas suatu perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen. Perusahaan yang cepat berubah-ubah akan lebih sering menggunakan pembiayaan eksternal, akibatnya perusahaan akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang lebih rendah.

Menurut Baridwan, Z. (2003) dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham bisa berupa: 1). *cash dividend*, yaitu dividen dalam bentuk kas. Dividen jenis ini paling umum dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Besar kecilnya dividen yang dibagikan tergantung dari pembatasan dari pembatasan-pembatasan undang-undang, kontrak-kontrak dari jumlah uang tunai yang dimiliki dan tersedia dalam perusahaan; 2). *property dividend*, atau dividen barang yaitu dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva yang dibagikan dapat berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan tersebut, barang dagangan atau aktiva lain; 3). *scrib dividend* (dividen utang), dividen utang timbul apabila laba tidak dibagikan saldonya mencukupi untuk pembagian dividen, tetapi saldo kas yang ada tidak mencukupi. Sehingga pimpinan perusahaan akan mengeluarkan *scrib dividend* yaitu janji tertulis untuk membayar jumlah tertentu di waktu yang akan datang.; 4). *Liquidating dividend* (dividen likuidasi), adalah dividen yang sebagian merupakan pengembalian modal. Dividen ini tercatat dengan mendebit rekening pengembalian modal yang dalam neraca dilaporkan sebagai pengurangan modal saham; 5). *Stock dividend* (dividen saham) adalah pembagian tambahan

saham, tanpa dipungut pembayaran kepada para pemegang sebanding dengan saham yang dimilikinya. Dividen saham bisa dibagikan berupa saham yang jenisnya sama, misalnya dividen saham biasa untuk pemegang saham biasa atau dividen prioritas untuk pemegang saham prioritas, disebut dividen saham biasa ataupun dividen saham berupa saham yang jenisnya berbeda. Misalnya dividen saham prioritas untuk pemegang saham biasa atau dividen saham biasa untuk pemegang saham prioritas disebut dividen saham khusus.

Dividen tunai sangat diharapkan oleh para pemegang saham, karena dividen tunai merupakan pengembalian utama yang akan menentukan nilai saham bagi pemilik dan investor. Lebih lanjut Baridwan, Z. (2003) mendefinisikan dividen tunai adalah pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan yang sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki. Menurut Sundjaya dan Barlian (2003) mendefinisikan dividen tunai artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap tahun. Sedangkan menurut Riyanto, B. (2001) mendefinisikan dividen tunai adalah aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau *equity investor*.

Berdasarkan beberapa definisi diatas dapat disimpulkan bahwa dividen tunai adalah bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang. Biasanya dividen dibagikan dengan interval waktu yang tetap, tetapi kadang-kadang diadakan pembagian dividen tambahan pada waktu yang bukan biasanya.

Menurut Atmaja, L.S. (2003) mengungkapkan bahwa dividen lebih bergantung pada arus kas yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dibandingkan pada laba yang sangat dipengaruhi oleh praktik akuntansi serta hal-hal lain yang tidak mencerminkan kemampuan untuk membayar dividen. Keputusan dividen dapat mempengaruhi secara signifikan kebutuhan pembiayaan eksternal perusahaan. Semakin besar dividen tunai yang dibayarkan semakin besar jumlah pembiayaan yang harus diperoleh dari eksternal melalui pinjaman atau penjualan saham. Pembagian dividen tunai kepada para pemegang saham merupakan perbandingan antara dividen yang diusulkan perusahaan dengan laba bersih setelah pajak (*earning after tax/EAT*).

Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (*EAT*) perusahaan

yaitu dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen ataukah diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Pada umumnya sebagai EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi di investasikan kembali. Artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Pembuatan keputusan tentang dividen ini disebut dengan kebijakan dividen. Persentase dividen yang dibagi atau *cash dividend* dari EAT disebut "*Dividen Payout Ratio*" (DPR).

Brigham & Houston (1998) mengemukakan ada tiga teori dari preferensi investor tentang dividen yakni: 1). Teori ketidakrelevanan dividen; 2). Teori "*Bird-in the hand*"; 3). Teori preferensi pajak. Teori Ketidakrelevanan dividen dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani yang selanjutnya disingkat M & M merupakan pendukung utama teori ketidakrelevanan dividen. Miller & Modigliani (1961) memberikan argumen yang paling komprehensif mengenai ketidakrelevanan dividen. Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Mereka menyatakan bahwa berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio

pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

Asumsi yang digunakan dalam teori ketidakrelevanan dividen adalah (1) Pasar modal sempurna, (2) kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen, dan (3) semua investor berperilaku rasional. Ketidakrelevanan dividen juga menggunakan asumsi bahwa laba perusahaan di masa depan dapat diketahui dengan pasti. Investor dapat meniru aliran dividen yang mungkin dapat dibayarkan oleh perusahaan di masa depan namun tidak saat ini. Jika dividen lebih rendah dari yang diharapkan, investor dapat menjual sahamnya untuk memperoleh distribusi kas yang mereka inginkan. Jika dividen lebih tinggi dari yang diharapkan, maka investor dapat menggunakan dividen untuk membeli tambahan saham yang diharapkan. Maka, investor dapat menghasilkan dividen "buatan sendiri" sesuai keinginan mereka seperti halnya pengungkit keuangan. Agar keputusan perusahaan memiliki nilai, perusahaan harus dapat melakukan sesuatu bagi para pemegang saham yang tidak dapat dilakukan oleh pemegang saham itu sendiri. Karena para investor dapat menghasilkan dividen buatan sendiri,

yang merupakan pengganti sempurna dividen perusahaan, maka kebijakan dividen tidak relevan. Untuk itu, satu kebijakan dividen sama baiknya dengan kebijakan dividen lainnya. Perusahaan tidak dapat menciptakan nilai halnya dengan mengubah bauran dividen laba ditahan. Seperti pada teori struktur modal, terdapat perlindungan nilai sehingga jumlah total tetap sama.

Setiap rupiah pembayaran dividen akan mengurangi laba ditahan yang digunakan untuk membeli aktiva baru. Laba ditahan yang hilang harus ditutup dengan menjual saham baru. Pembeli saham baru menghendaki dividen dan pembayaran dividen tersebut akan mengurangi nilai sekarang dari dividen yang akan diterima pemegang saham lama sejumlah yang sama dengan dividen yang mereka terima saat ini. Argumen M&M bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan, dikarenakan setiap pemegang saham dapat membeli dan menjual saham, sehingga para investor dapat menyusun kebijakan dividennya sendiri tanpa mengeluarkan biaya.

Pokok persoalan argumen M&M adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen kepada kekayaan pemegang saham sepenuhnya diimbangi oleh sarana pendanaan yang lain. Pertama-tama penambahan modal

ekuitas diperoleh dari penjualan tambahan saham biasa, bukan dari laba ditahan. Setelah perusahaan membuat keputusan investasi, selanjutnya harus diputuskan apakah (1) laba akan ditahan atau (2) laba akan digunakan untuk membayar dividen dan menjual saham sejumlah dividen tersebut untuk mendanai investasi. Menurut M&M jumlah nilai diskonto perlembar saham biasa setelah pendanaan ditambah dividen yang dibayarkan sama dengan nilai pasar saham biasa sebelum pembayaran dividen. Dengan kata lain, penurunan harga pasar saham biasa disebabkan adanya penipisan (*dilution*) karena pendanaan ekuitas eksternal sepenuhnya diimbangi oleh pembayaran dividen. Jadi, apakah laba yang akan diterima akan dibayarkan dalam bentuk dividen atau ditahan oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi pemegang saham.

Walaupun nilai pasar saham biasa masih merupakan nilai sekarang seluruh dividen yang diharapkan, namun waktu dan besarnya pembayaran dividen dapat berbeda-beda. Ketidakrelevanan dividen menyatakan bahwa nilai sekarang dividen di masa depan tidak akan berubah walaupun terdapat perubahan waktu dan pembayaran dividen menurut

kebijakan dividen. Pendapat tersebut tidak menyatakan bahwa dividen, termasuk dividen likuidasi, tidak pernah dibayarkan. Sebaliknya dinyatakan bahwa penundaan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham di atas.

Gordon dan Litner (1963) berpendapat bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi. Mereka mengatakan bahwa total pengembalian yang diharapkan akan turun apabila rasio pembagian dividen dinaikkan karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen.

Pendapat ini mencoba untuk membantah pendapat ketidak relevan dividen. Dengan kata lain, para investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat ini akan dikaji dalam kondisi dimana terdapat ketidakpastian. Beberapa investor lebih memilih dividen daripada keuntungan modal. Pembayaran dividen dapat menghilangkan kebimbangan mereka mengenai keuntungan perusahaan. Dividen diterima menurut dasar periode berjalan, sementara prospek realisasi keuntungan modal

diperoleh di masa depan.

Oleh karena itu, para investor melakukan investasi pada perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dapat menghilangkan keraguan akan keuntungan perusahaan lebih cepat daripada perusahaan yang melakukan investasi pada perusahaan yang tidak membayar dividen. Karena para investor lebih memilih pembayaran dividen. Mereka tidak akan keberatan untuk membayar harga yang lebih tinggi untuk saham yang menawarkan dividen lebih besar. Jika investor dapat menghasilkan dividen buatan sendiri, maka preferensi tersebut tidak logis. Namun dengan alasan psikologis maupun kemudahan, para investor memilih untuk tidak menghasilkan dividen buatan sendiri, namun memperoleh dividen sesungguhnya langsung dari perusahaan.

Jadi *Dividen* adalah relevan untuk kondisi yang tidak pasti, investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan *dividen*. Hal ini menyiratkan bahwa investor tidak peduli yakni antara dividen dengan keuntungan modal. Mereka menamakan pendapat Gordon-Litner sebagai kekeliruan ***bird-in-the-hand*** karena menurut pandangan M&M, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan

sejenis, dan dalam banyak kasus tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

Teori preferensi pajak muncul karena ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi: (1) keuntungan modal dikenakan pajak dengan tarif maksimum 28 persen, sedangkan pendapatan dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif mencapai 39,6 persen. Oleh karena itu, investor yang kaya mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya lebih tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan hari ini. (3) Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang-ahli waris

yang menerima saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

Pajak memiliki pengaruh yang berbeda-beda. Karena tarif pajak pribadi atas keuntungan modal lebih rendah daripada tarif pajak penghasilan dividen, maka penahanan laba dapat memberikan keuntungan. Disamping itu, pajak keuntungan modal dapat ditangguhkan hingga penjualan saham benar-benar terjadi. Pemegang saham memperoleh pilihan waktu yang berharga jika perusahaan menahan laba. Pajak keuntungan modal dapat dihindari jika sekuritas yang mengalami peningkatan harga diberikan sebagai sumbangan atau jika pemilik sekuritas meninggal. Hal-hal diatas menjelaskan mengapa pajak efektif atas keuntungan modal lebih rendah daripada pajak atas penghasilan dividen walaupun tarif pajak federal atas dua jenis penghasilan tetap sama. Ini berarti saham dengan dividen harus memberikan pengembalian sebelum pajak yang lebih tinggi daripada saham tanpa dividen dengan risiko sama. Semakin besar hasil dividen atas saham, semakin tinggi pengembalian sebelum pajak yang diminta

Karena adanya keuntungan-keuntungan pajak ini, para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian, para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

4. Tinjauan Tentang Harga Saham

Harga saham merupakan pencerminan besarnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Pada pasar sekunder harga saham bergerak mengikuti kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi atas saham tersebut. Pertimbangan pembeli dan penjual dalam melakukan transaksi di bursa efek juga dapat berpengaruh terhadap tinggi rendahnya harga saham.

Kondisi ekonomi secara umum memiliki implikasi-implikasi pada investasi saham karena tingkah laku saham yang berkaitan dengan aktivitas ekonomi secara keseluruhan. Aktivitas ini juga bisa mempengaruhi aktivitas usaha perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi pada kinerja sahamnya. Pasar modal juga menentukan fluktuasi harga saham yang

terjadi karena masing-masing pasar modal mempunyai mempunyai tingkat efektivitas yang berbeda-beda di samping adanya perbedaan efektivitas dalam melakukan mekanisme transaksi dan transformasi informasi yang diperlukan investor dalam melakukan investasi.

Memperkirakan harga saham pada masa yang akan datang dapat dilakukan dengan mengestimasi nilai faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang. Dengan demikian langkah penting dalam memprediksi harga saham adalah dengan mengidentifikasi faktor-faktor fundamental (seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya, dividen tunai, dan sebagainya) yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham.

Perubahan harga saham mencerminkan informasi yang relevan. Perusahaan tumbuh relevansinya ditandai dengan kenaikan harga saham dan sebaliknya. Dasar pemikiran perusahaan tumbuh mengalami perubahan harga saham adalah teori *contracting* yang menyatakan bahwa perusahaan tumbuh mempunyai aliran laba dan kasa masa depan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Menurut Foster (1986) bahwa perubahan harga saham

terjadi karena adanya aliran laba dan kas masa depan yang dinilai sekarang.

Indikasi adanya perusahaan yang tumbuh adalah salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan. Ini menunjukkan adanya reaksi pasar dan adanya kemampuan investor untuk merespon informasi tersebut (Subekti, I., dan Kusuma, I.W. : 2000).

Ekspetasi dari para investor terhadap investasinya adalah memperoleh *return* (tingkat pengembalian) sebesar-besarnya dengan risiko tertentu. *Return* tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun dividen untuk investasi pada saham dan pendapatan bunga untuk investasi pada surat hutang. *Return* tersebut yang menjadi indikator untuk meningkatkan *wealth* para investor, termasuk di dalamnya para pemegang saham. Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan *wealth* pemegang saham. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan *return* investasi yang semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar investasi mereka.

Investor selalu mencari alternatif investasi yang

memberikan *return* tertinggi dengan tingkat risiko tertentu. Mengingat risiko yang melekat pada investasi saham lebih tinggi dari pada investasi pada perbankan, *return* yang diharapkan juga lebih tinggi (Widiatmodjo; 2000). Tujuan utama melakukan investasi adalah memperoleh pendapatan sebesar – besarnya pada tingkat risiko tertentu. Menurut Breacley dan Myers (2001) mengatakan bahwa "The goal of investing can be stated as follow : for a given level of risk, to secure the highest expected return possible, or for given a required rate of return, to secure the return with smallest risk possible".

Seorang investor akan menghadapi dua macam risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis karena fluktuasi risiko ini merupakan risiko yang tidak dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena fluktuasi risiko ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. Risiko sistematis diantaranya adalah perubahan tingkat bunga, kurs valas, inflasi, kebijakan pemerintah, dan sebagainya. Risiko sistematis bersifat umum dan berlaku bagi semua saham dalam bursa saham yang bersangkutan.

Risiko tidak sistematis merupakan risiko yang dapat dihilangkan dengan melakukan diversifikasi, karena risiko ini

hanya ada dalam satu perusahaan atau industri tertentu. Fluktuasi risiko ini besarnya berbeda-beda antara satu saham dengan saham yang lainnya. Karena perbedaan itulah maka masing-masing saham memiliki tingkat sensitivitas yang berbeda terhadap setiap perubahan pasar. Misalnya faktor struktur modal, struktur asset, tingkat likuiditas, tingkat profitabilitas, dan lain-lain. Oleh karena itu seorang investor perlu melakukan analisis tentang risiko saham (Halim, 2003).

Suatu perusahaan dapat menjual hak kepemilikannya dalam bentuk saham. Suatu perseroan terbatas mengeluarkan sertifikat saham kepada pemiliknya sebagai bukti investasi mereka dalam usaha. Satuan dasar dari modal saham adalah lembar saham. Suatu perseroan terbatas mengeluarkan sertifikat saham untuk sejumlah lembar yang diinginkan. Saham yang ada ditangan pemegang saham disebut saham beredar. Total jumlah saham dalam peredaran pada tiap waktu mewakili seratus persen kepemilikan perseroan terbatas disebut modal saham .

Alexander dan Sharpe (2004) mengatakan bahwa pendapatan saham berkaitan erat dengan perekonomian secara umum, perusahaan emiten, pasar modal, dan juga investor. Faktor-faktor tersebut saling berkaitan dan

mempengaruhi *capital gain/loss* dan pembayaran dividen yang pada akhirnya mempengaruhi pendapatan saham. *Capital gain atau loss* ini merupakan perubahan harga saham yang terjadi di pasar modal, sehingga semua faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham nantinya akan mempengaruhi pendapatan harga saham dan berbagai faktor yang berkaitan dengan pendapatan saham.

Dividen tunai sangat berpengaruh terhadap nilai saham melalui penciptaan keseimbangan di antara dividen saat ini dan laba ditahan sehingga mampu memaksimalkan nilai saham. Jika perusahaan bersangkutan menjalankan kebijakan untuk membagikan tambahan dividen tunai maka akan cenderung meningkatkan harga saham, namun jika nilai dividen terlalu tinggi maka makin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi sehingga tingkat pertumbuhan perusahaan yang diharapkan untuk masa mendatang akan rendah, dan hal ini akan menurunkan harga saham. Nilai saham akan maksimal jika terjadi keseimbangan antara dividen saat ini dan laba ditahan.

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk menguji pengaruh faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham, yaitu pengaruh antara dividen, pertumbuhan penjualan dan laba terhadap harga saham, namun masih banyak

pendapat yang saling bertentangan. Penelitian atas pengaruh dividen terhadap harga saham yang dilakukan Aharony dan Swary (1995) mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara pengumuman yang dihubungkan dengan penurunan dividen atau pengumuman yang dihubungkan dengan kenaikan dividen terhadap harga saham. Penelitian yang dilakukan oleh Amsari (1993), Soetjipto (1997), Raharjo (2000), Bukit (2000) dalam Wahyu dan Ekawati (2002) menyimpulkan bahwa harga saham akan tetap dengan adanya perubahan dividen.

Faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sarwono (2003) disebutkan bahwa variabel *rate of return on total assets*, *dividend payout ratio*, *financial leverage* dan tingkat suku bunga merupakan variabel yang mempunyai pengaruh terhadap harga saham. Faktor eksternal yang mempunyai pengaruh besar terhadap harga saham adalah tingkat suku bunga dan inflasi.

Menurut Weston dan Brigham (2001), faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham adalah : 1). Laba per lembar saham (*Earning Per Share/EPS*). Seorang investor yang melakukan investasi pada perusahaan akan menerima laba

atas saham yang dimilikinya. Semakin tinggi laba per lembar saham (EPS) yang diberikan perusahaan akan memberikan pengembalian yang cukup baik. Ini akan mendorong investor untuk melakukan investasi yang lebih besar lagi sehingga harga saham perusahaan akan meningkat; 2). Tingkat bunga. Tingkat bunga dapat mempengaruhi harga saham dengan cara: a). Mempengaruhi persaingan di pasar modal antara saham dengan obligasi, apabila suku bunga naik maka investor akan menjual sahamnya untuk ditukarkan dengan obligasi. Hal ini akan menurunkan harga saham. Hal sebaliknya juga akan terjadi apabila tingkat bunga mengalami penurunan. b). Mempengaruhi laba perusahaan, hal ini terjadi karena bunga adalah biaya, semakin tinggi suku bunga maka semakin rendah laba perusahaan. Suku bunga juga mempengaruhi kegiatan ekonomi yang juga akan mempengaruhi laba perusahaan; 3). Jumlah kas dividen yang diberikan. Kebijakan pembagian dividen dapat dibagi menjadi dua, yaitu sebagian dibagikan dalam bentuk dividen an sebagian lagi disisihkan sebagai laba ditahan. Sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham, maka peningkatan pembagian dividen merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kepercayaan dari pemegang saham karena jumlah kas dividen yang besar

adalah yang diinginkan oleh investor sehingga harga saham naik; 4). Jumlah laba yang didapat perusahaan. Pada umumnya, investor melakukan investasi pada perusahaan yang mempunyai profit yang cukup baik karena menunjukkan prospek yang cerah sehingga investor tertarik untuk berinvestasi, yang nantinya akan mempengaruhi harga saham perusahaan; 5).Tingkat Risiko dan Pengembalian. Apabila tingkat risiko dan proyeksi laba yang diharapkan saham perusahaan. Biasanya semakin tinggi risiko maka semakin tinggi pula tingkat pengembalian saham yang diterima.

5. Kondisi Ekonomi Industri Pasar Modal Indonesia

Analisis ekonomi perlu dilakukan karena kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal. Pasar modal mencerminkan apa yang terjadi pada perekonomian makro karena nilai investasi ditentukan oleh aliran kas yang diharapkan serta tingkat *return* yang disyaratkan atas investasi tersebut, dan kedua faktor tersebut sangat dipengaruhi oleh perubahan lingkungan ekonomi makro.

Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan

yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang, akan sangat berguna dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan. Untuk itu, seorang investor harus memperhatikan beberapa indikator ekonomi makro.

Pokok permasalahan dalam ekonomi industri di Indonesia selama Orde Baru terletak pada kenyataan berlakunya persaingan monopolistik di pasar tidak sempurna, inmobilitas dan infleksibilitas peran faktor produksi dalam fungsi produksi secara agregatif, terbatasnya kemungkinan substitusi di antara sumber dana produksi (modal dan tenaga kerja dan keputusan investasi.

Adanya kesadaran pemerintah Indonesia akan pentingnya peran sektor industri pengolahan (*manufacturing industry*) dalam mendorong perekonomian yang kokoh dan berkelanjutan. Sektor manufaktur diharapkan mampu memberi keuntungan ganda dalam menambah nilai investasi dan menjadi sumber lapangan kerja baru (Rajasa, H., 2007). Lebih Lanjut Rajasa, H. (2010) mengatakan bahwa industri manufaktur nasional memiliki peranan penting dalam upaya mendorong

pertumbuhan ekonomi lebih tinggi, khususnya melalui peningkatan investasi dan ekspor. Oleh karena itu, industri manufaktur nasional harus direvitalisasi ke arah penyehatan struktur industri dengan menghindari praktik monopoli dan perlindungan dan distorsi pasar.

Kebijakan dalam pembangunan industri manufaktur diarahkan untuk menjawab tantangan globalisasi ekonomi dunia serta mampu mengantisipasi perkembangan perubahan lingkungan yang sangat cepat. Persaingan internasional merupakan suatu perspektif baru bagi semua negara berkembang, termasuk Indonesia, sehingga fokus dari strategi pembangunan industri di masa depan adalah membangun daya saing industri manufaktur yang berkelanjutan di pasar internasional.

Industri manufaktur masa depan adalah industri-industri yang mempunyai daya saing tinggi, yang didasarkan tidak hanya kepada besarnya potensi Indonesia (*comparative advantage*), seperti luas bentang wilayah, besarnya jumlah penduduk serta ketersediaan sumber daya alam, tetapi juga berdasarkan kemampuan atau daya kreasi dan keterampilan serta profesionalisme sumber daya manusia Indonesia (*competitive advantage*).

Sektor industri yang diharapkan harus mampu menjadi motor penggerak utama perekonomian nasional dan menjadi tulang punggung ketahanan perekonomian nasional di masa yang akan datang. Sektor industri prioritas tersebut dipilih berdasarkan keterkaitan dan kedalaman struktur yang kuat serta memiliki daya saing yang berkelanjutan serta tangguh di pasar internasional.

Analisis industri merupakan tahapan penting yang perlu dilakukan investor, karena analisis tersebut dipercaya bisa membantu investor untuk mengidentifikasi peluang-peluang investasi dalam industri yang mempunyai karakteristik risiko dan *return* yang menguntungkan investor.

Beberapa penelitian yang terkait dengan analisis industri menghasilkan kesimpulan-kesimpulan seperti berikut ini (Tandelilin, 2001): *Pertama*, Studi mengenai kinerja tahunan industri, menunjukkan bahwa industri yang berbeda mempunyai tingkat *return* yang berbeda pula. Hasil penelitian menunjukkan bahwa analisis industri itu penting, dan perlu dilakukan untuk mengetahui perbedaan kinerja antar industri, sehingga akan membantu investor dan para analis untuk mengidentifikasi peluang-peluang yang menguntungkan dan yang tidak menguntungkan.

Kedua, Tingkat *return* masing-masing industri berbeda setiap tahunnya. Dengan demikian, *return* industri di masa yang akan datang tidak bisa diestimasi hanya dengan menggunakan data *return* industri masa lalu. Oleh karena itu, analis dan investor disamping menggunakan data *return* masa lalu, juga perlu menambahkan dengan beberapa data lain yang relevan untuk mengestimasi *return* industri di masa yang akan datang.

Ketiga, Tingkat *return* perusahaan-perusahaan di suatu industri yang sama, terlihat cukup beragam. Hal ini menunjukkan bahwa analisis industri juga perlu diikuti oleh analisis perusahaan. *Keempat*, Tingkat risiko berbagai industri juga beragam, sehingga analis dan investor perlu mempelajari dan mengestimasi faktor-faktor risiko yang relevan untuk suatu industri tertentu seperti halnya estimasi *return*. *Kelima*, Tingkat risiko suatu industri relatif lebih stabil sepanjang waktu, sehingga analisis risiko berdasarkan data historis dapat digunakan untuk mengestimasi risiko industri di masa yang akan datang.

Dari berbagai hasil penelitian tersebut kita dapat menyimpulkan bahwa analisis industri sangat penting untuk dilakukan. Baik untuk meminimalkan risiko ataupun untuk

mengidentifikasi industri yang mempunyai prospek yang menguntungkan. Selanjutnya, analisis industri juga perlu diikuti oleh analisis perusahaan, sehingga investor dapat menentukan saham-saham dari perusahaan mana saja dalam suatu kelompok industri yang mempunyai kombinasi *return-risiko* yang terbaik.

Kondisi pasar modal Indonesia sangat lambat perkembangannya pada sejak berdirinya Bursa Efek di Jakarta, yaitu pada tanggal 31 Juni 1952., hal ini disebabkan oleh Keadaan ekonomi dan politik yang sedang bergejolak. Kemudian Presiden melalui Keppres RI No. 52 mengaktifkan kembali pasar modal yang kemudian disusul dengan *go public* beberapa perusahaan. Sampai dengan tahun 1983, telah tercatat 26 perusahaan yang telah *go public* dengan dana yang terhimpun sebesar Rp 285,50 miliar. Aktifitas *go public* dan kegiatan perdagangan saham di pasar modal pada saat itu masih berjalan sangat lambat, walaupun pemerintah telah memberikan beberapa upaya kemudahan antara lain berupa fasilitas perpajakan untuk merangsang kegiatan di bursa efek. Beberapa hal berikut ini merupakan faktor penyebab kurang bergairahnya aktifitas pasar modal: 1).Ketentuan laba minimal sebesar 10% dari modal sendiri sebagai syarat *go public* adalah

sangat memberatkan emiten; 2). Investor asing tidak diijinkan melakukan transaksi dan memiliki saham di bursa efek; 3).Batas maksimal fluktuasi harga saham sebesar 4% per hari; 4).Belum dibukanya kesempatan bagi perusahaan untuk mencatatkan seluruh saham yang ditempatkan dan disetor penuh di bursa efek.

Pemerintah kemudian mengeluarkan beberapa paket deregulasi untuk merangsang seluruh sektor dalam perekonomian termasuk aktifitas di pasar modal, antara lain sebagai berikut: 1). Paket Kebijakan Desember 1987 (atau dikenal dengan PAKDES '87), yang antara lain berisi tentang penyederhanaan persyaratan proses emisi saham dan obligasi, 2). Penghapusan biaya pendaftaran emisi efek yang ditetapkan oleh Bapepam, kesempatan bagi pemodal asing untuk membeli efek maksimal 49% dari nilai emisi, penghapusan batasan fluktuasi harga saham di bursa efek dan memperkenalkan adanya bursa paralel; 3). Paket Kebijakan Oktober 1988 (atau dikenal dengan Pakto '88), yang antara lain berisi tentang ketentuan *legal lending limit* dan pengenaan pajak atas bunga deposito yang berdampak positif terhadap perkembangan pasar modal; 4). Paket Kebijakan Desember 1988 (atau dikenal dengan Pakdes '88) di mana pemerintah memberikan

peluang kepada swasta untuk menyelenggarakan bursa.

Beberapa paket kebijaksanaan tersebut telah mampu meningkatkan aktivitas pasar modal sehingga pada akhir tahun 1990 telah tercatat sebanyak 153 perusahaan publik dengan dana yang terhimpun sebesar Rp 16,29 triliun. Secara garis besar, kegiatan pasar modal di Indonesia mengacu pada: 1).Undang-undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 , 2). Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia; 3).Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal; dan 4). Keputusan Direksi Bursa Efek di Indonesia.

Pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Husnan, 2001). Dengan demikian pasar modal merupakan konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan (*financial market*). Dalam *financial market*, diperdagangkan semua bentuk hutang dan modal sendiri baik dana jangka panjang maupun jangka pendek, baik *negotiable* ataupun tidak.

Pasar modal berpengaruh dalam menjalankan fungsi

ekonomi dan fungsi keuangan dari suatu negara. Dalam melaksanakan fungsi ekonominya, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* ke *borrower*. Dengan menginvestasikan kelebihan dana yang mereka miliki, *lenders* mengharapkan akan memperoleh imbalan dari penyerahan dana tersebut. Dari sisi *borrowers* tersedianya dana dari pihak luar memungkinkan mereka melakukan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari hasil operasi perusahaan. Dalam proses ini diharapkan akan terjadi peningkatan produksi, sehingga akhirnya secara keseluruhan akan terjadi peningkatan kemakmuran.

Fungsi ini juga dilakukan oleh intermediasi keuangan lainnya, seperti lembaga perbankan. Hanya bedanya dalam pasar modal diperdagangkan dana jangka panjang dan dilakukan secara langsung tanpa perantara keuangan. Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh pihak *borrowers* dan para *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut.

6. Pola Hubungan Teoritis antara Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Kebijakan Pendanaan, Pertumbuhan Riil Perusahaan terhadap IOS.

Hubungan antara *leverage* dengan dividen diuji oleh Masulis dan DeAngelo (1980) bahwa hutang dan dividen relevan bila terdapat pajak dan tidak terjadi ekuilibrium. Koch dan Shenoy (1999) membuktikan bahwa terdapat interdependensi antara kebijakan hutang dengan dividen yang secara signifikan bersama-sama mempengaruhi *future cash flow*. Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen merupakan mekanisme untuk mempengaruhi kebijakan *leverage*.

Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan (hubungan positif), namun kebijakan *leverage* tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh keputusan akuntansi perusahaan. Jensen, et al. (1992) menemukan bahwa manajemen akan melakukan *trade-off* antara pembayaran dividen dengan tagihan tetap dari hutang. Dividen yang tinggi bisa mencerminkan bahwa perusahaan tidak mempunyai *potential opportunity investment*, hal ini biasanya terjadi untuk perusahaan *nongrowth* sehingga *leverage* akan

rendah (Gaver dan Gaver, 1993). Hubungan *leverage* dengan dividen adalah negatif, menurut bukti empiris diatas.

Dividen yang tinggi dapat juga berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya tetap (Emery dan Finnerty, 1997). *Leverage* yang tinggi dapat juga berarti bahwa resiko perusahaan meningkat (biaya kebangkrutan), sehingga *shareholders* memerlukan tambahan *return* untuk kompensasi tambahan resiko tersebut. Tambahan *return* tersebut diperoleh dari dividen selain tentu saja *capital gain*. Hal ini adalah perilaku rasional yang merupakan asumsi dasar perilaku dalam berinvestasi (Miller, 1977). Hubungan *leverage* dengan dividen adalah positif. Banyak pertanyaan yang muncul berkaitan dengan kebijakan dividen ini, dan manajer perusahaan maupun pemegang saham dan *debtholders* juga berkepentingan dengan masalah tersebut. Keputusan dividen perusahaan seringkali dicampur-adukkan dengan keputusan pembiayaan dan investasi (Cooley, 1990).

Beberapa perusahaan membiayai pengeluaran modal sebagian besar dari pinjaman, sehingga memberikan kas dividen, dalam kasus ini dividen yang tinggi adalah akibat keputusan peminjaman (*borrowing decision*). Perusahaan lainnya

membayar dividen yang rendah, karena pihak manajemen optimis akan masa depan perusahaan sehingga menggunakan *Retained Earning* untuk ekspansi, dalam kasus ini dividen adalah akibat keputusan penganggaran modal perusahaan. Terdapat dua pertanyaan fundamental berkaitan dengan kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan (Megginson, 1997) yaitu (1) Apakah kebijakan dividen berpengaruh? Dapatkah nilai pasar saham perusahaan ditingkatkan atau turun dengan melakukan perubahan pada pembayaran dividen? (2) Bila kebijakan dividen berpengaruh, faktor apakah yang menentukan level *payout* optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan *Cost Of Capital (COC)*?

Smith dan Watts (1992) serta Gaver dan Gaver (1993) menemukan bahwa perusahaan *high growth* mempunyai *dividend* yang rendah. Perusahaan *high growth* mempunyai kesempatan investasi yang lebih tinggi dari *low growth* sehingga memerlukan dana yang cukup besar untuk investasi. Dana internal akan lebih murah dibandingkan dengan mencari pendanaan eksternal (*leverage* dan atau penerbitan ekuitas baru) sehingga penggunaan dana internal yang tinggi akan mengurangi porsi *earnings* yang dibagikan sebagai dividen. Realisasi pertumbuhan ini ditunjukkan melalui pertumbuhan nilai

aktiva, penjualan, laba, dan nilai buku perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999).

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menekankan pada keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah (Jensen 1986 dalam Smith dan Watts 1992). Hal ini sesuai dengan hipotesis *pecking order* yang menyatakan bahwa perusahaan yang profitable memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk memiliki proyek-proyek investasi.

Signalling theory menjelaskan bahwa perusahaan yang bertumbuh membayar dividen yang lebih tinggi. Apabila sinyal meningkat akibat disparitas informasi antara manajemen dan investor, perusahaan dengan disparitas informasi yang besar yaitu perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil akan membayarkan dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Bhattacharya 1979 dalam Smith dan Watts 1992).

Pengaruh antara set kesempatan investasi (IOS) dengan harga saham dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Riahi-Belkoui (2001) dan Gul *et al.* (2003). Hasilnya menunjukkan adanya hubungan positif antara set kesempatan investasi (IOS) dengan harga saham. Menurut Smith dan Watts (1992) manajer-manajer perusahaan dengan set kesempatan investasi (IOS) yang relatif tinggi akan lebih mampu melakukan pengambilan keputusan yang bijaksana karena manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai kesempatan investasi daripada para pemegang saham perusahaan.

Berdasarkan *debt hypothesis* bahwa perusahaan yang memiliki hutang yang besar manajer akan memilih kebijakan akuntansi dengan menggeser laba masa depan ke masa sekarang (Watts dan Zimmerman, 1986). Selanjutnya menurut Gul *et al.* (2003) hutang memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham karena tingkat hutang lebih tinggi nampaknya akan lebih memberi insentif untuk manajemen laba oportunistik demi memenuhi perjanjian hutang.

Pengaruh antara set kesempatan investasi (IOS) dengan manajemen laba dilakukan oleh Skinner (1993), Gul *et al.*, (2003), Riahi-Belkoui (2003), dan Nuswantara (2004). Beberapa bukti dalam *literature* terdahulu seperti Skinner (1993) telah

membuktikan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang lebih tinggi menunjukkan manajemen laba yang lebih besar. Menurut Gul, *et al.* (2003) para manajer perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi lebih banyak menggunakan manajemen laba untuk menandai informasi mereka mengenai kesempatan pertumbuhan perusahaan di masa depan.

Potensi pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan proksi *IOS*. Teori ini dikemukakan pertama kali oleh Myers (1977), yaitu merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi aktiva yang dimiliki di masa yang akan datang yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Selanjutnya teori ini dikembangkan oleh Chung dan Charoenwong (1991); Smith dan Watts (1992); Skinner (1993); Gaver dan Gaver (1993); Cahan dan Hossain (1995); Collins dan Kothari (1989); Hartono (1999); Kallapur dan Trombley (1999); Sami, *et al.* (1999), Gul, A. Ferdinand (1999); Fijrianti (2000); Prasetyo (2000); Adam, *et al.* (2000 & 2003), Subekti dan Kusuma (1999 dan 2001), Al Najjar dan Belkaoui (2001), Abbott, J. Lawrence (2001), Jones *et al.* (2001), Subekti dan Kusuma (2001), dan Mira *et al.* (2002), mereka telah melakukan pengujian terhadap potensi pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan argumen Myers' (1977) perusahaan yang memiliki rasio nilai buku yang tinggi akan lebih optimal jika rasio utangnya juga tinggi. Menurut Myers' (1977) keuntungan optimal bisa diperoleh oleh investor jika resiko kebangkrutannya juga tinggi. Perusahaan yang memiliki rasio nilai buku yang tinggi memiliki pengharapan akan mendapatkan keuntungan di masa mendatang yang tinggi pula, dengan begitu perusahaan akan mendapatkan keuntungan optimal dengan memanfaatkan keuntungan pajak. Hasil penelitian Chen (2005) membuktikan bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan positif dengan utang perusahaan.

B. Beberapa Hasil Studi Empiris antara Kebijakan Dividen dan Perubahan Harga Saham Terhadap Kebijakan Pendanaan, Realisasi Pertumbuhan Perusahaan, dan IOS.

Beberapa peneliti telah membuktikan teori tentang IOS. Diawali dengan penelitian Smith dan Watts (1992) yang menemukan bahwa pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, membayar dividen lebih kecil, membayar kompensasi eksekutif lebih besar, dan mengandalkan pada *stock option plans*. Penelitian ini diperluas

oleh Gaver dan Gaver (1993) dengan menggunakan gabungan ukuran *IOS*. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa perusahaan bertumbuh memiliki *ratio debt to equity* yang lebih rendah, *dividen yields* yang lebih rendah, membayar kompensasi eksekutif lebih tinggi, dan insiden *stock options plans* yang lebih tinggi daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

Proksi *IOS* dalam penelitian Smith & Watts (1992) adalah rasio individual dan variable instrumental *IOS*, yaitu: book to market value of asset, depreciation to firm value, research & development to firm value, variance of rate of return dan earning to price. Rasio-rasio tersebut memiliki koefisien yang signifikan dalam pengujian hubungan level *IOS* dengan kebijakan pendanaan dan dividen.

Gaver dan Gaver (1993), menyatakan dalam penelitiannya yang berjudul "Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies." bahwa semua alternatif proksi *IOS* yaitu market to book of equity (*MRKTBEQ*), market to book of asset (*MRKTBKASS*), earnings per share to price (*EP*), research & development to total asset (*R & D*), variance of total return dan funds (*VAR* dan *FUNDS*) memiliki korelasi signifikan dengan faktor umum (*common factor*). *IOS*

hasil analisis faktor dengan koefisien korelasi terkecil dimiliki oleh *variance of total return*. Kelebihan dari penelitian Gaver ini adalah perhitungannya detail, *common factor analysis* yang pertama untuk menyeleksi prediktor pertumbuhan perusahaan, dan detail dalam prosedur pemilihan sampel.

Penelitian Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa VAR berhubungan secara positif dengan peluang pertumbuhan. Dasar pemikiran perkiraan ini adalah pembagian saham perusahaan akan lebih berharga bila terjadi peningkatan variabilitas hasil dari aset yang mendasarinya. Ini berarti menerima pandangan tradisional tentang perusahaan yang identik dengan perusahaan kecil, sedang berjuang dan pemula. Dengan kata lain peluang perusahaan baru akan berhasil lebih besar, sebaliknya perusahaan yang besar kurang mendapatkan kesempatan itu karena mereka mempunyai pilihan investasi yang kurang baik.

Kallapur & Trombley (1999), menyatakan dalam penelitiannya yang berjudul "*The Association between Investment Opportunity Set and realized Growth*" bahwa proksi IOS dibagi menjadi tiga proksi, yaitu: (a) Proksi IOS berdasar harga: Proksi-proksi ini meliputi: *Market value of equity plus book value of debt (V)*, *Ratio of book to market value of asset (A/V)*,

Ratio of book to market value of equity (BE/MVE), Ratio of book value of property, plant, and equipment to firm value, (PPE/V), dan Ratio of replacement value of assets to market value (Tobin-q), Ratio of depreciation expense to value (DEP/V), dan Earning Price ratio; (b). Proksi IOS berdasar Investasi: Proksi ini mencakup : Ratio R&D expense to firm value ($R\&D/V$), Ratio of R&D expense to total assets ($R\&D/A$), Ratio of R&D expense to sales ($R\&D/S$), Ratio of capital addition to firm value (CAP/X), dan Ratio of capital addition to asset book value ($CAPX/A$); (c). Proksi IOS berdasar Varian: $VARRET$, (variance of total return), dan Market model Beta.

Hasil analisis univariate variabel-variabel perkiraan IOS menunjukkan bahwa semua perkiraan-perkiraan IOS berbasis harga (A/V , BVE/MVE , PPE/V dan Tobin's Q-1) berkorelasi negatif dengan peningkatan angka pembukuan berikutnya, hasil ini sesuai dengan yang diperkirakan. Namun untuk rasio perolehan harga (hanya dihitung dari perusahaan dengan angka pendapatan positif) tidak menunjukkan korelasi signifikan dengan peningkatan yang dicapai berikutnya, berarti hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan.

Proksi IOS dalam penelitian Sami *et al.* (1999) menunjukkan bahwa variabel atau rasio yang memiliki korelasi cukup tinggi

dengan faktor umum IOS adalah *MKTBKASS*, *MVE/BE*, *PPE/BVA*, *Capital Expenditure Committed/BVA*, *CAPX Incurred/BVA* dan *DEP/BVA*. Sedangkan *EPS/Price* dan *VARSALE* (*variance of sale*) memiliki koefisien korelasi yang sangat kecil sehingga tidak dapat digunakan sebagai proksi IOS.

Perluasan penelitian yang berkaitan dengan IOS juga dilakukan pada peneliti selanjutnya, dengan memasukkan variabel dividen perusahaan (Kallapur and Trombley, 2001; Jones and Sharma, 2001), kebijakan akuntansi perusahaan (Skinner, 1993). Menurut beberapa hasil penelitian tersebut perusahaan yang bertumbuh lebih banyak menggunakan sumber pendanaan dari modal sendiri atau *equity financing* dari pada hutang. Apabila perusahaan dibiayai dengan hutang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*underinvestment*) karena para kreditur akan memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut (Myers, 1976). Hasil pengujian terhadap kebijakan dividen menyatakan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan membayar dividen yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak bertumbuh, karena dana tersebut digunakan untuk reinvestasi (Kallapur dan Trombley, 2001; Jones dan Sharma, 2001).

Di Indonesia Subekti dan Kusuma (2000), menyatakan dalam penelitiannya yang berjudul "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham" bahwa *IOS* berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan perusahaan dan harga saham yang tercerminkan pada perbedaan reaksi pasar terhadap *growth firms* dan *non-growth firms*. Karakteristik penelitian ini adalah memperluas topik pembahasan mengenai implikasinya pada perubahan harga saham. Sampel yang digunakan yaitu perusahaan *go public* yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1992 atau sebelumnya, tepatnya 1992-1996. Lima proksi *IOS* yang digunakan oleh Subekti dan Kusuma yakni: 1). *PPE/BVA* adalah *rasio book value of gross property, plant, and equipment to the book value of the assets*; 2). *MVE/BVE* adalah *rasio market to book value of equity*; 3). *P/E* adalah *rasio price to earnin*; *MVA/BVA* adalah *rasio market value to asstes*; 4). *CAP/BVA* adalah *rasio capital additional to assets book value*; 5). Semua nilai *IOS* tersebut kemudian dianalisis menggunakan *common factor analysis*.

Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel rasio *PPE/BVA* dan *P/E* menunjukkan arah korelasi yang tidak konsisten dengan pertumbuhan perusahaan. Sebaliknya rasio *MVE/BVE*,

MVA/BVA dan CAP/BVA menunjukkan arah korelasi positif yang konsisten terhadap pertumbuhan perusahaan. Ini berarti bahwa ketiga rasio ini efektif dalam memprediksi pertumbuhan nilai buku perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak efektif jika diprosikan dengan satu variabel IOS saja. Semakin banyak variabel IOS akan menunjukkan hasil yang semakin kuat (Sami et al., 1999).

Fijrianti dan Hartono (2000) melakukan penelitian dengan judul "Analisis Korelasi Proksi IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen." Karakteristik penelitian ini adalah pembahasannya yang mendetail pada realisasi pertumbuhan perusahaan dari 1990-1998. Proksi IOS yang digunakan untuk memprediksi pertumbuhan adalah: 1). MVABVA adalah *rasio market to book value of asset*; 2). MVEBVE adalah *rasio market to book value of equity*; 3). PER adalah *ratio price to earning*; 4). CAPBVA adalah *capital expenditure to book value of asset*; 5). CAPMVA adalah *capital expenditure to market value of asset*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun ke depan ($t+1$), setelahnya ($t+2$ sampai $t+5$)

tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh.

Prasetyo (2000) telah melakukan penelitian dengan judul "Asosiasi antara *Investment Opportunity Set (IOS)* dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti empiris dari Bursa Efek Jakarta." Karakteristik penelitian ini pada pembahasan kebijakan kompensasi dan Beta (resiko). Prasetyo (2000) mengutip dari Gaver dan Gaver (1993) dan Sami et.al. (1999) menentukan kelompok *growth firms* dan *nongrowth firms* dengan empat indikator: 1). MKTBKASS adalah *rasio market - to - book assets*; 2). MKTBKEQ adalah *rasio market - to - book equity*. 3). EP adalah *rasio earning/price*; 4). RACTE adalah *rasio total capital expenditures to book total assets*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa korelasi tertinggi terjadi pada MKTBKASS dan MKTBKEQ.

Iswahyuni dan Suryanto (2000) menganalisis Perbedaan Perusahaan Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan kebijakan Pendanaan, Dividen, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta, dengan proksi *Investment Opportunity Set (IOS)*. Proksi yang digunakan terdiri

dari *PPE/BVA*, *P/E*, *MVE/BE*, *MVA/BVA*, *CAP/MVA* dan *VAR*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan (*book debt/equity*), dividen, respon perubahan harga dan volume perdagangan, sedangkan dalam hal pengambilan kebijakan pendanaan terdapat perbedaan yang signifikan antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh (*market debt/equity*).

Nugroho dan Hartono (2002), melakukan penelitian dengan judul "Gabungan Proksi IOS dan hubungannya terhadap Realisasi Pertumbuhan". Proksi IOS yang digunakan adalah proksi berbasis harga saham (*MVE/BE*, *TOBINQ*, *VPPE* dan *VDEP*), proksi berbasis investasi (*IONS*, *CAPBVA* dan *CAPMVA*), dan proksi berbasis pada varian (*VARRET* dan *BETA*). Hasilnya menunjukkan bahwa hasil uji korelasi pada semua model yang dikembangkan menunjukan hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu bahwa IOS berkorelasi positif dengan realisasi pertumbuhan, sehingga mampu memberi reaksi dan sinyal ke pasar modal, khususnya pada peristiwa disekitar tanggal publikasi laporan keuangan.

Rokhayati, I. (2003), melakukan penelitian dengan judul "Analisis Hubungan *Investment Opportunity Set (IOS)* Dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen Di Bursa Efek Jakarta". Proksi yang digunakan adalah: *Market to book value of asset (MVABVA)*, *Market to book value of equity (MVEBVE)*, *Price Earning Ratio (PER)*, *Capital Expenditure to Book Value Asset (CAPBVA)*, *Capital Expenditure to Market Value Asset (CAPMVA)*, *Firm to book value of Property, Plant and equipment (VPPE)*, dan *Current Asset to net Sales (CAONS)*.

Dengan menggunakan teknik analisis faktor dan *Spearman Correlation* menunjukkan adanya korelasi positif signifikan untuk perusahaan tumbuh terjadi antara *MVEBVE*, *VPPE* terhadap pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan ekuitas. *MVABVA* terhadap pertumbuhan ekuitas, *CAPBVA* terhadap pertumbuhan asset. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh terjadi antara *CAPBVA* terhadap pertumbuhan laba dan *CAPMVA* terhadap pertumbuhan asset. Selanjutnya hasil penelitian ini juga menemukan adanya korelasi negatif signifikan untuk perusahaan tumbuh antara *CAPMVA* terhadap pertumbuhan ekuitas. Untuk perusahaan yang tidak tumbuh

terjadi antara PER terhadap pertumbuhan laba dan COANS terhadap pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan ekuitas.

Rasio *market debt to equity* tidak signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, berarti tidak ada perbedaan terhadap kebijakan perusahaan dilihat dari *market debt to equity* (pasar) antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Namun untuk rasio *book debt to equity* mempunyai korelasi yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan. Berarti bahwa terjadi perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan pendanaan perusahaan dilihat dari *book debt to equity* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Perusahaan yang tumbuh lebih mengutamakan pendanaan internal dari pada perusahaan yang tidak tumbuh lebih mengutamakan pendanaan eksternal.

Rasio *dividend payout* mempunyai korelasi yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berarti bahwa tidak ada perbedaan terhadap kebijakan dividen perusahaan dilihat dari *dividend payout* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Namun untuk rasio *dividend yields* mempunyai korelasi yang signifikan

terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berarti bahwa terjadi perbedaan yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan dilihat dari *dividend yields* antara perusahaan yang tumbuh dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Perusahaan yang tumbuh membagikan dividen yang lebih kecil dari pada perusahaan yang tidak tumbuh.

Penelitian lainnya dari Michaely, Thaler dan Womack (1995) menemukan bahwa reaksi negatif harga saham terhadap penghapusan dividen lebih besar dibandingkan dengan reaksi positif dari pengumuman dividen. Sedangkan penelitian Christie (1994) menemukan hasil bahwa reaksi negatif pasar saham terhadap penghapusan dividen lebih rendah dibandingkan dengan pengurangan dividen dalam jumlah besar. Perubahan dividen menimbulkan informasi mengenai ekspektasi manajemen mengenai *earning* sekarang dan *earning* masa depan perusahaan. Dividen membantu dalam mengurangi kendala informasi asimetris pada pasar modal modern terutama untuk investor yang *poor-informed* (Megginson, 1997).

Dengan melihat beberapa variabel proksi *IOS* yang telah digunakan oleh para peneliti sebelumnya, bisa dikatakan bahwa pengembangan proksi pertumbuhan perusahaan

disesuaikan dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam melakukan penelitian. Rasio PPE/BVA menunjukkan investasi aktiva tetap yang produktif, komposisi PPE yang besar pada struktur aktiva dapat menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan, karena PPE bersifat produktif. Kemampuan ratio PPE/BVA untuk membentuk pertumbuhan perusahaan secara signifikan ditunjukkan buktinya (Sami, et all.,1999).

Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS yang merupakan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari satu yang berarti bahwa pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya. Ini berarti rasio MVA/BVA dan MVE/BVE berkorelasi positif terhadap pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Gaver dan Gaver (1993, 1995), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijijanti dan Jogiyanto Hartono (2000), Adi Prasetyo (2000) telah membuktikannya secara signifikan.

Mpaata, K.A. dan Sartono, A. (1997) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh ditandai dengan rasio P/E yang

tinggi. Fairfield (1994), dalam Mpaata, K.A. dan Sartono, A. 1997) menyatakan P/E rasio adalah fungsi dari perubahan kemampulabaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Jadi semakin besar rasio P/E , maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh. Rasio CAP/MVA menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk aktiva produktif sehingga potensi pertumbuhan perusahaan meningkat. Beberapa peneliti mendukung pernyataan tersebut, antara lain: Kallapur dan Trombley (1999), Jogiyanto Hartono (1993), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000).

Rangkuman dari beberapa penelitian tentang IOS beserta proksi yang digunakannya seperti terlihat pada Tabel 2.1 berikut.

Tabel 2.1. Rangkuman Penggunaan Proksi IOS Pada Penelitian Sebelumnya.

No	Proksi IOS	Pengukuran	Peneliti
1	Book to market value of assets (MBVA)	$MBVA = \frac{\text{Total Aktiva} - \text{Total Ekuitas} + \text{Jumlah Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}}{\text{Total Aktiva}}$	Chung dan Charoenwong (1991), Smith dan Watts (1992), Skinner (1993), Gaver dan Gaver (1993), Cahan dan Hossain (1995), Kallapur dan Trombley (1999), Sami, Heibatollah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam (1999), Gul, A. Ferdinand (1999), Adam, Tim & Vidhan, K. Goyal (2000 & 2003), Abbott, J. Lawrence (2001), Jones, Stewart & Rohit Sarma (2001), Subekti dan Kusuma (1999), Subekti (2001), AlNajjar dan Belkaoui (2001), Mira, Chee, dan Yew (2002), Fijianti (2000)
2	Market to book value of equity (MBVE)	$MBVE = \frac{\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}}{\text{Total Ekuitas}}$	Chung dan Charoenwong (1991), Smith dan Watts (1992), Skinner (1993), Gaver dan Gaver (1993), Cahan dan Hossain (1995), Kallapur dan Trombley (1999), Sami, Heibatollah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam (1999), Gul, A. Ferdinand (1999), Adam, Tim & Vidhan, K. Goyal (2000 & 2003), Subekti dan Kusuma (1999), Subekti (2001), Al Najjar dan Belkaoui (2001), Abbott, J. Lawrence (2001), Jones, Stewart & Rohit Sarma (2001), Mira, Chee, dan Yew (2002), Collins dan Kothari (1989), Hartono (1999), Fijianti (2000), dan Prasetyo (2000)
3	Earnings to price ratios (PER)	Price to Earnings ratio (PER)	Chung dan Charoenwong (1991), Smith dan Watts (1992), Skinner (1993), Gaver dan Gaver (1993), Cahan dan Hossain (1995), Kallapur dan Trombley (1999), Sami, Heibatollah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam (1999), Gul, A. Ferdinand (1999), Adam, Tim & Vidhan, K. Goyal (2000 & 2003), Jones, Stewart & Rohit Sarma (2001), Subekti dan Kusuma (1999), Subekti (2001), AlNajjar dan Belkaoui (2001), Prasetyo (2000), Hartono (1999), Fijianti (2000),

			dan Mahfud (2004)
4	Tobin's Q (TOBIQ)	Tobin's Q = $\frac{[(\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}) + \text{Total utang} + \text{sediaan}] - \text{Jumlah aktiva lancar}}{\text{total aktiva}}$	Skinner (1993), Chung, dan Charoenwong (1998), Kallapur dan Trombley (1999), dan Mahfud (2004)
5	Ratio of depreciation to firm value (DFV)	DFV = $\frac{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + [\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham}]}{\text{dibagi Biaya Depresiasi.}}$	Smith dan Watts, (1992), Kallapur dan Trombley (1999), Sami, Heibatallah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam (1999), Jones, Stewart & Rohit Sarma (2001), dan Mahfud (2004)
6	Ratio of property, plant, and equipment to firm value of the assets (VPPE)	VPPE = $\frac{[\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + \text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga Penutupan saham}]}{\text{dibagi dengan aktiva tetap bersih.}}$	Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Sami, Heibatallah, S.M. Simon Ho, dan C.K. Kevin Lam (1999), Adam, Tim & Vidhan, K. Goyal (2003), Jones, Stewart & Rohit Sarma (2001), dan Mahfud (2004)
7	Ratio of capital expenditure to book value of assets (CEBVA)	CEBVA = $\frac{[\text{Nilai Buku Aktiva Tetap t} - \text{Nilai Buku Aktiva Tetap t-1}]}{[\text{Total Aktiva}]}$	Jones dan Sharma (2001), dan Fijrianti (2000)
8	Rasio capital expenditure to market of assets (CEMVA)	CEMVA = $\frac{[\text{Nilai buku aktiva tetap} - \text{Nilai buku Aktiva Tetap t-1}]}{[\text{Total Asset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})]}$	Jones dan Sharma (2001), Fijrianti (2000), Prasetyo (2000), Subekti dan Kusuma (1999), dan Subekti (2001)
9	Rasio Investment to Net Sales (INS)	INS = $\frac{\text{Investasi}}{\text{Net Sales}}$	Kallapur dan Trombley (1999), dan Hartono (1999)
10	VARRET	Variance of total Return	Gaver dan Gaver (1993) Skinner 1993, Kallapur dan Trombley (1999).
11	Pertumbuhan penjualan (SG)	SG = $\frac{(\text{Tot penj netto} - \text{tot. penjn t-1})}{\text{tot. penjn nett t-1}}$	Kallapur dan Trombley (1999)

12	Pertumbuhan Laba (PG)	$PG = (\text{laba } t - \text{laba } t-1) / \text{laba } t-1$	Kallapur dan Trombley (1999), Hartono (2003)
13	Pertumbuhan Nilai buku ekuitas (EG)	$EG = (\text{tot. ekuitas } t - \text{tot. ekuitas } t-1) / \text{tot. ekuitas } t-1$	Kallapur dan Trombley (1999), Hartono (2003)
14	Pertumbuhan Asset (AG)	$AG = (\text{tot. asset } t - \text{tot. asset } t-1) / \text{tot. asset } t-1$	Kallapur dan Trombley (1999), Hartono (2003)
15	Book Debt Equity (BDER)	BDER = total kewajiban / total ekuitas	Myers' (1977), Chen (2005), Gaver & Gaver (1993), Subekti & Kusuma (2000), Fijrianti dan Hartono (2000), Nugroho dan Hartono (2002), Rokhayati (2005)
16	Book Market Debt Equity (MBDER)	MBDER = total kewajiban / lbr. Saham * harga pasarsaham	Myers' (1977), Chen (2005), Gaver & Gaver (1993), Subekti & Kusuma (2000), Fijrianti dan Hartono (2000), Nugroho dan Hartono (2002), Rokhayati (2005)
17	Dividen Yields (DY)	DY = dividen per lbr saham / laba per lbr saham	Gaver & Gaver (1993), Miller & Rock (1985), Subekti & Kusuma (2000), Fijrianti dan Hartono (2000), Nugroho dan Hartono (2002), Rokhayati (2005)
18	Dividen Payout ratio (DPR)	DPR = dividen per lbr saham / harga penutupan saham	Gaver & Gaver (1993), Subekti & Kusuma (2000), Fijrianti dan Hartono (2000), Nugroho dan Hartono (2002), Rokhayati (2005)
19	Actual return saham	$R_i = (\text{rata-rata harga penutupan saham pada hari } t - \text{harga penutupan saham } i \text{ pada hari } t-1) / \text{harga penutupan saham } i \text{ pada hari } t-1$	Martati (2010)

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

Bab 3 ini berisi tentang keterkaitan antar variabel dalam suatu model analisis yang utuh. Kerangka konseptual berisi gambaran keterkaitan antar variabel secara lengkap dengan indikatornya. Sedangkan kerangka proses berfikir dibuat untuk memberikan kerangka yang jelas dan sistematis atas alur pengujian penelitian.

A. Kerangka Konseptual

Berdasarkan pandangan beberapa ahli yang diungkapkan pada landasan teori, secara jelas memperlihatkan bahwa ada keterkaitan antara ke tiga keputusan utama keuangan perusahaan, harga saham, dan pertumbuhan perusahaan. Kebijakan bidang keuangan haruslah merupakan penjabaran dari kebijakan perusahaan yang bertujuan untuk maksimalisasi kemakmuran. Kebijakan tersebut pada dasarnya dikelompokkan menjadi kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen.

Keputusan investasi berhubungan dengan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Hubungan tersebut dapat ditunjukkan yakni jika investasi sebagian besar didanai dengan

internal equity maka akan mengurangi jumlah *retained earning* yang pada akhirnya akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Semakin besar investasi maka semakin berkurang dividen yang dibagikan, dan apabila dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi maka bisa dipenuhi dari eksternal khususnya dari utang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan dividen yang lebih besar. Untuk itulah manajer harus dapat menentukan kebijakan dividen yang memberikan keuntungan kepada investor, disisi lain harus menjalankan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen merupakan mekanisme untuk mempengaruhi kebijakan *leverage* dan hubungannya positif, namun kebijakan *leverage* tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh keputusan akuntansi perusahaan (Hartono, 2000). Terdapat interdependensi antara kebijakan hutang dengan dividen yang secara signifikan bersama-sama mempengaruhi *future cash flow* (Koch dan Shenoy, 1999).

Tindakan manajemen perusahaan pada saat menetapkan untuk membayar dividen, maka manajemen akan melakukan

trade-off antara pembayaran dividen dengan tagihan tetap dari hutang (Jensen, et al., 1992). Dividen yang tinggi bisa mencerminkan bahwa perusahaan tidak mempunyai *potential opportunity investment*, hal ini biasanya terjadi untuk perusahaan *non-growth* sehingga *leverage* akan rendah atau dengan kata lain hubungan *leverage* dengan dividen adalah negative (Gaver & Gaver, 1993).

Dividen yang tinggi dapat juga berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya, dan untuk menjaga struktur modal optimal perusahaan menetapkan *Leverage* yang tinggi. Dalam kasus ini keputusan pembayaran dividen kas yang tinggi akibat dari keputusan peminjaman (*borrowing decision*). Hal ini berarti resiko perusahaan terhadap biaya kebangkrutan meningkat, sehingga perilaku rasional yang diambil oleh para *shareholder* adalah dengan meminta tambahan *return* untuk kompensasi tambahan resiko tersebut. Tambahan *return* tersebut diperoleh dari dividen dan *capital gain*, dengan demikian hubungan *leverage* dengan dividen adalah positif (Miller, 1977).

Sementara bagi perusahaan *high growth* membayar dividen yang rendah, karena pihak manajemen optimis akan masa depan perusahaan sehingga menggunakan *retained*

earning untuk ekspansi, dalam kasus ini dividen adalah akibat keputusan penganggaran modal perusahaan. Perusahaan *high growth* mempunyai kesempatan investasi yang lebih tinggi dari *low growth* sehingga memerlukan dana yang cukup besar untuk investasi. Dana internal akan lebih murah dibandingkan dengan mencari pendanaan eksternal (*leverage* dan atau penerbitan ekuitas baru) sehingga penggunaan dana internal yang tinggi akan mengurangi porsi *earnings* yang dibagikan sebagai dividen (Smith & Watts, 1992; Gaver & Gaver, 1993).

Konflik terhadap pembayaran dividen kas masih terjadi sampai saat ini, ada perusahaan yang menganut teori ketidakrelevanan dividen yang dipelopori oleh Modigliani dan Miller yang pada prinsipnya keputusan investasi yang *given* pembayaran dividen tidak relevan untuk diperhitungkan, karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari aset perusahaan. Jadi nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk *cash dividend* atau ditahan sebagai *retained earning* tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Modigliani & Miller, 1958).

Model ini menekankan bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan sumber dana yang lain, artinya bila perusahaan membayar dividen maka perusahaan harus mengganti dengan mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Jadi berdasarkan konsep teori ketidakrelevanan dividen tersebut maka kebijakan dividen tidak mempengaruhi keputusan investasi perusahaan (IOS) di masa depan.

Hubungan perubahan harga saham dengan IOS yakni ditunjukkan dengan tingkat efektivitas pasar modal dalam mekanisme transaksi dan transformasi informasi yang diperlukan investor dalam melakukan investasi. Harga saham yang meningkat akan memberikan tambahan dana bagi perusahaan sehingga perusahaan dapat mengembangkan perusahaannya. Harga saham akan memikat investor untuk mengambil keputusan berinvestasi (Neil, 1995). Hal ini terjadi karena persepsi peningkatan harga suatu harga saham akan memberikan tambahan pendapatan bagi investor dan pada akhirnya harga saham memiliki pengaruh yang searah dengan pertumbuhan nilai perusahaan (Tatang, 2001).

Pertumbuhan riil perusahaan merupakan realisasi pertumbuhan yang merupakan basis pengujian IOS yang ditunjukkan melalui pertumbuhan penjualan, laba, nilai aktiva, dan nilai buku ekuitas (Kallapur & Trombley, 1999). Pertumbuhan riil perusahaan merupakan realisasi dari apa yang diinginkan oleh semua pihak baik pihak internal perusahaan seperti manajer maupun pihak eksternal seperti investor dan kreditur. Perusahaan yang bertumbuh dengan baik diharapkan dapat menarik perhatian investor karena memberikan harapan kepada investor untuk memberikan hasil dari investasinya sesuai dengan risiko yang ditanggungnya. Dengan kata lain perusahaan yang bertumbuh dengan baik memberikan aspek positif bagi perusahaan, seperti terbukanya kesempatan untuk berinvestasi di perusahaan tersebut.

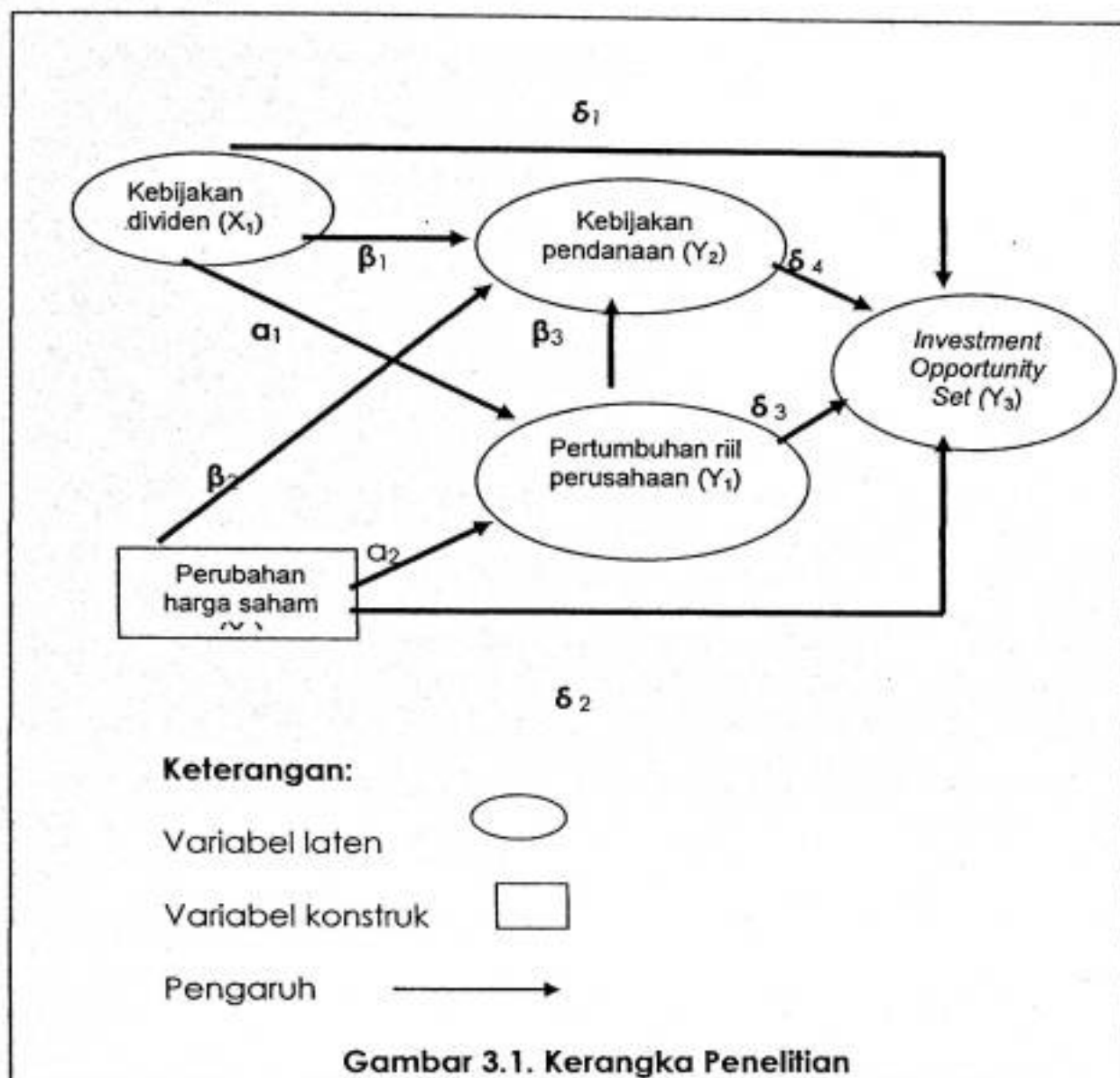
IOS yang digunakan pada penelitian ini diprosikan dengan IOS gabungan yakni berdasarkan harga saham dan berdasarkan investasi. Keseluruhan proksi IOS tersebut dihitung dengan kombinasi berbagai jenis rasio yang mengimplikasikan nilai aktiva ditempat (berupa nilai buku aktiva maupun ekuitas perusahaan) dan nilai kesempatan tumbuh suatu perusahaan di masa depan (berupa nilai pasar perusahaan). IOS berbasis harga saham digunakan dengan dasar pemikiran bahwa prospek

pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, dan perusahaan yang tumbuh memiliki nilai pasar relative lebih tinggi dari aktiva riilnya (*asset in place*). Sedang *IOS* berbasis investasi digunakan dengan dasar pemikiran bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berhubungan secara positif pada nilai *IOS* perusahaan (Myers, 1977). Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberi peluang investasi pada masa depan yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.

Berdasarkan hubungan antar variabel kebijakan utama perusahaan, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan tersebut, maka kerangka konseptual penelitian ini seperti gambar 3.1. Pada gambar tersebut mendeskripsikan hubungan antar *variable* eksogen kebijakan dividen dan perubahan harga saham terhadap variabel endogen *intervening* yaitu kebijakan pendanaan dan pertumbuhan riil perusahaan, serta variabel endogen *IOS* yang merupakan dasar penentuan hipotesis. Variabel eksogen pada penelitian ini adalah: 1). Kebijakan Dividen, 2). Perubahan harga saham; sedangkan variabel endogen adalah 3). Kebijakan pendanaan, 4). Pertumbuhan Riil Perusahaan, 5). *Investment opportunity set (IOS)*.

Pada Gambar 3.1 terlihat bahwa kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan

pendanaan berpengaruh langsung terhadap IOS perusahaan manufaktur.



Berdasarkan gambar 3.1 dapat disusun struktur persamaan sebagai berikut:

$$Y_1 = f(X_1, X_2) \dots\dots\dots (1)$$

$$Y_2 = f (X_1, X_2; Y_1) \dots\dots\dots (2)$$

$$Y_3 = f (X_1, X_2; Y_1, Y_2) \dots\dots\dots (3)$$

Sehingga persamaan (3) dapat ditulis ulang menjadi:

$$Y_3 = f (X_1, X_2; Y_1(X_1, X_2), Y_2(X_1, X_2; Y_1)) \dots\dots\dots (3^o)$$

Dimana:

X_1 = Kebijakan dividen

X_2 = Perubahan Harga Saham

Y_1 = Pertumbuhan Riil Perusahaan

Y_2 = Kebijakan Pendanaan

Y_3 = *Investment Opportunity Set (IOS)*

Persamaan 1, 2, dan 3 dapat dinyatakan dalam bentuk persamaan regresi menjadi:

$$Y_1 = a_0 + a_1X_1 + a_2X_2 + \epsilon_1 \dots\dots\dots (4)$$

Persamaan 4 menunjukkan pengaruh kebijakan dividen dan perubahan harga saham terhadap pertumbuhan riil perusahaan, dimana a_0 , a_1 , dan a_2 adalah parameter yang akan ditaksir dan ϵ_1 adalah *error term* Pertumbuhan riil perusahaan.

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 Y_1 + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (5)$$

Persamaan 5 menunjukkan pengaruh kebijakan dividen dan perubahan harga saham dan pertumbuhan riil perusahaan terhadap kebijakan pendanaan, dimana β_0 , β_1 , β_2 dan β_3 adalah parameter yang akan ditaksir dan ε_2 error term kebijakan pendanaan. Bentuk persamaan *reduced form* (5) sebagai persamaan (5a) berikut.

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 a_0 + (\alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \varepsilon_1) + \varepsilon_2 \dots\dots\dots (5a)$$

Persamaan 6 menunjukkan pengaruh kebijakan dividen dan perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap IOS, dimana δ_0 , δ_1 , δ_3 , dan δ_4 adalah parameter yang akan ditaksir dan ε_3 error term IOS.

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 Y_1 + \delta_4 Y_2 + \varepsilon_3 \dots\dots\dots (6)$$

Persamaan (6) dapat disederhanakan menjadi:

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 (a_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \varepsilon_1) + \delta_4 (\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 (a_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \varepsilon_1) + \varepsilon_2) + \varepsilon_3$$

$$Y_3 = \delta_0 + \delta_1 X_1 + \delta_2 X_2 + \delta_3 a_0 + \delta_3 \alpha_1 X_1 + \delta_3 \alpha_2 X_2 + \delta_3 \varepsilon_1 + \delta_4 \beta_0 + \delta_4 \beta_1 X_1 + \delta_4 \beta_2 X_2 + \beta_3 a_0 + \beta_3 \alpha_1 X_1 + \beta_3 \alpha_2 X_2 + \beta_3 \varepsilon_1 + \varepsilon_2 + \varepsilon_3$$

$$Y_3 = (\delta_0 + \delta_3 a_0 + \delta_4 \beta_0 + \beta_3 a_0) + (\delta_1 X_1 + \delta_3 \alpha_1 X_1 + \delta_4 \beta_1 X_1 + \beta_3 \alpha_1 X_1) + (\delta_2 X_2 + \delta_3 \alpha_2 X_2 + \delta_4 \beta_2 X_2 + \beta_3 \alpha_2 X_2) + \delta_3 \varepsilon_1 + \beta_3 \varepsilon_1 + \varepsilon_2 + \varepsilon_3$$

$$Y_3 = (\delta_0 + \delta_3 a_0 + \delta_4 \beta_0 + \beta_3 a_0) + (\delta_1 + \delta_3 \alpha_1 + \delta_4 \beta_1 + \beta_3 \alpha_1) X_1 + (\delta_2 +$$

$$\delta_3 a_2 + \delta_4 \beta_2 + \beta_3 a_2) X_2 + (\delta_3 \epsilon_1 + \beta_3 \epsilon_1 + \epsilon_2 + \epsilon_3)$$

$$Y_3 = \theta_0 + \theta_1 X_1 + \theta_2 X_2 + \mu_3 \dots\dots\dots (6a)$$

Dari pengembangan model tersebut, maka dapat diberikan keterangan

Konstanta

a_0 = konstanta untuk Y_1

β_0 = konstanta untuk Y_2

$\theta_0 = \delta_0 + \delta_3 a_0 + \delta_4 \beta_0 + \beta_3 a_0$ = konstanta untuk Y_3

Pengaruh langsung (*Direct Effect*)

a_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_1

a_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_1

β_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_2

β_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_2

β_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_2

δ_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_3

δ_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_3

δ_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_3

δ_4 = Besarnya pengaruh langsung Y_2 terhadap Y_3

Pengaruh Tidak Langsung (*Indirect Effect*)

$\alpha_1 \delta_3$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_1

$\alpha_1 \beta_3 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_1 dan Y_2

$\beta_1 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_2

$\alpha_2 \delta_3$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_1

$\alpha_2 \beta_3 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_1 dan Y_2

$\beta_2 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_2

Pengaruh Total (*Total Effect*)

α_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_1

α_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_1

β_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_2

β_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_2

β_3 = pengaruh total Y_1 terhadap Y_2

$\Theta_1 = \alpha_1 \delta_3 + \beta_1 \delta_4 + \alpha_1 \beta_3 \delta_4 + \delta_1$ = pengaruh total X_1 terhadap Y_3

$\Theta_2 = \beta_2 \delta_4 + \alpha_2 \beta_3 \delta_4 + \alpha_2 \delta_3 + \delta_2$ = pengaruh total X_2 terhadap Y_3

Error term $\epsilon_1 = \text{Error term } Y_1$ $\epsilon_2 = \text{Error term } Y_2$ $\mu_3 = \delta_3 \epsilon_1 + \beta_3 \epsilon_1 + \epsilon_2 + \epsilon = \text{Error term } Y_3$

Berdasarkan kerangka konseptual maka dapat dirinci untuk memprediksi sifat pola hubungan antar variabel penelitian, dengan membandingkan teori dan hasil kajian penelitian sebelumnya. Hal ini ditampilkan dalam Tabel 3.1 berikut.

Tabel 3.1 Kedudukan Variabel Penelitian, Sifat Pengaruh Antar Variabel dan Teori atau Penelitian Pendukung

Dependen Variabel	Independen Variabel	Prediksi Hubungan	Teori dan Penelitian Sebelumnya
Kebijakan Dividen	IOS	Positif	Smith & Watts (1992), Skinner (1993), Gaver & Gaver (1995), Kallapur & Trombley (2001), Jones & Sharma (2001), Subekti dan Indra Kusuma (2000), Fijrianti & Hartono (2000), Prasetyo (2000), Iswahyuni & Suryanto (2000), Isnaeni Rokhayati (2003)
Harga saham	IOS	Positif	Smith & Watts (1992), Riahi-Belkoui (2001), Gull et all (2003), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000)
Kebijakan Pendanaan	IOS	negatif	Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1995), Imam Subekti dan

			Indra Wijaya Kusuma (2000), Fijrianti & Hartono (2000), Prasetyo (2000), Iswahyuni & Suryanto (2000), Isnaeni Rokhayati (2003)
Realisasi Pertumbuhan	IOS	Positif	Myers (1977), Chung & Charoenwong (1991), Smith & Watts (1992), Skinner (1993), Gaver & Gaver (1993), Cahan & Hosain (1995), Kallapur & Trombley (1999), Sami. Et.all (1999), Gull.A.Ferdinand (1999), Hartono (1999), Fijrianti (2000), Prasetyo (2000), adam.et.all (2000 & 2003), Abbott, J.Lawrence (2001), Jones et.all (2001), Riahi-Belkoui (2001), Gull et all (2003), Subekti dan Kusuma (2001), Mira et al. (2002), Nuswantara (2004), Iswahyuni & Suryanto (2000), Nugroho & Hartono (2002), Isnaeni Rokhayati (2003)
Kebijakan Pendanaan	Kebijakan dividen	Positif	Miller (1977), Masuli & De Angelo (1980), Koch & Shenoy (1999), Solberg & Zorn (1992), Gaver & Gaver (1995), Crutchly & Hansen (1989), Hartono (2000), Isnaeni Rokhayati (2003)
Realisasi Pertumbuhan	Kebijakan dividen	negatif	Battacharya (1979) Jensen (1986), Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Iswahyuni & Suryanto (2000), Nugroho & Hartono (2002), Isnaeni Rokhayati (2003)
Kebijakan	Harga saham	negatif	Watt & Zimmerman (1986), Gull et

pendanaan			all (2003), Subekti dan Kusuma (2000), Iswahyuni & Suryanto (2000)
Realisasi Pertumbuhan	Harga saham	Positif	Skinner (1993, Kallapur dan Trombley (1999), Gull et al (2003), Subekti dan Kusuma (2000), Iswahyuni & Suryanto (2000), Nugroho & Hartono (2002)
Kebijakan pendanaan	Realisasi Pertumbuhan	Positif	Myers (1977), Chen (2005), Iswahyuni & Suryanto (2000), Nugroho & Hartono (2002), Isnaeni Rokhayati (2003)

B. Hipotesis Penelitian

Dilihat dari perspektif teori ketidakrelevanan dividen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan maupun biaya modalnya (Modigliani & Miller, 1961), maka hipotesis ini disusun dengan menggunakan asumsi dasar bahwa pasar modal sempurna, kebijakan penganggaran modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen, semua investor berperilaku rasional, dan laba perusahaan dimasa depan dapat diprediksikan dengan pasti.

Berdasarkan permasalahan yang dikemukakan dan kerangka konseptual, maka hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

1. Tidak terdapat pengaruh langsung kebijakan dividen, perubahan harga saham terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
2. Tidak terdapat pengaruh tidak langsung kebijakan dividen, perubahan harga saham melalui variabel *intervening* pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
3. Tidak terdapat pengaruh langsung pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
4. Tidak terdapat pengaruh tidak langsung pertumbuhan riil perusahaan melalui kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
5. Tidak terdapat pengaruh antara kebijakan dividen dan perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan pendanaan terhadap *IOS* perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.

BAB IV

METODE PENELITIAN

Bab 4 ini memuat tentang metode, cara atau pendekatan yang digunakan untuk mendapatkan data di lapangan, batasan sampel dan teknik analisisnya serta aspek lain dalam penelitian. Tujuan dari pemaparan bab 4 ini adalah untuk memperoleh data yang *valid* dan *reliable* sehingga dapat dipakai untuk menguji hipotesis pada bab sebelumnya.

A. Rancangan Penelitian

Penelitian ini termasuk penelitian *explanatory* (konfirmasi), hal ini dikarenakan dalam penelitian ini adalah untuk menguji atau mengkonfirmasi ada tidaknya hubungan atau pengaruh antar variabel dengan melakukan uji hipotesis dalam persamaan struktural. Obyek penelitian ini adalah keputusan utama di bidang keuangan perusahaan, harga saham. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder (*archival*) meliputi laporan keuangan tahunan dan harga saham dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang dimuat di *Indonesian Capital Market Directory* dan *JSX Statistics*. Sumber data yang digunakan adalah dari data perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia

(BEI) selama kurun waktu 10 tahun yakni sejak tahun 1998 sampai dengan tahun 2007.

Perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dipilih sebagai objek penelitian karena : (1) adanya peraturan yang mengharuskan perusahaan-perusahaan tersebut untuk memberikan informasi yang jelas dibandingkan dengan perusahaan yang tidak terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta perusahaan tersebut melaporkan laporan keuangannya kepada Bapepam dan dipublikasikan, (2) jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak dibanding sektor-sektor lain, karena kemampuan analisis dalam suatu sektor diharapkan dapat menghasilkan simpulan yang dapat dibandingkan antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya, (3) perusahaan manufaktur mempunyai kriteria pengungkapan yang lebih sederhana dibandingkan dengan perusahaan perbankan, selain itu perusahaan perbankan cenderung mempunyai rasio hutang atas modal yang relatif sangat tinggi.

B. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi target penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang telah tercatat di Bursa Efek

Indonesia selama kurun waktu 1998 – 2007 tahun berturut-turut sejumlah 1.607 perusahaan dengan rincian pertahunnya adalah 161, 161, 161, 161, 161, 158, 161, 161, 161, 161 perusahaan. Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian sebanyak 240 perusahaan (24 perusahaan x 10 tahun) yang terdiri dari enam (6) perusahaan *Food & Beverage*, satu (1) perusahaan *Tobacco Products*, tiga (3) perusahaan *Apparel and Other Textile Products*, satu (1) perusahaan *Lumber and Wood Products*, dua (2) perusahaan *Chemical and Allied Products*, satu (1) perusahaan *Adhesive*, satu (1) perusahaan *Plastic and Glass products*, satu (1) perusahaan *Cement*, tiga (3) perusahaan *Automotive & Allied Products*, dua (2) perusahaan *Pharmaceutical*, dua (2) perusahaan *Consumer Goods*, satu (1) perusahaan *Other Manufacturing*. Sampel ditentukan dengan metode *purposive sampling* yakni pemilihan sampel sesuai dengan kebutuhan data yang akan dianalisis dalam penelitian ini.

Perusahaan manufaktur yang terpilih sebagai sampel adalah perusahaan yang memenuhi ketentuan-ketentuan sebagai berikut : 1). Terdaftar di BEI sejak tahun 1997; 2). Data tanggal publikasi laporan keuangan tahunan untuk periode yang berakhir setiap 31 Desember; 3). Mempublikasikan data laporan

keuangan berupa neraca dan laba/rugi, harga perdagangan saham dan harga penutupan saham, dan jumlah saham yang beredar yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, *JSX Monthly Statistics*; 4). Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif pada tahun 1998 sampai tahun 2007.

Prosedur pemilihan sampel penelitian sebagai berikut: *pertama*, diidentifikasi jumlah perusahaan manufaktur yang mempublikasikan diri pada Bursa efek Indonesia secara konsisten sepuluh terakhir yakni sampai akhir tahun 2007; *kedua*, menseleksi dan mengeluarkan perusahaan dari sampel yakni perusahaan yang memiliki laba dan ekuitas negatif tahun 1998 sampai dengan 2007 dari sampel; *ketiga*, finalisasi jumlah perusahaan sampel.

Tabel.4.1 Proses Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI sejak tahun 1998 sampai akhir tahun 2007 	1.607 perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan manufaktur yang <i>listed-delisted</i> di BEI selama periode 1998-2007 	(417) perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI sejak tahun 1998 sampai akhir tahun 2007 dan berturut-turut menyampaikan laporan keuangan per 31 Desember 	1.190 perusahaan
<ul style="list-style-type: none"> • Perusahaan yang memiliki ekuitas negatif 	(310) perusahaan

tahun 1998 sampai tahun 2007	
• Perusahaan yang memiliki laba negatif tahun 1998 sampai tahun 2007	(630)
• Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki kelengkapan data harga saham harian periode 1997-2007	(10)
• Jumlah perusahaan memenuhi kriteria sampel penelitian	240 perusahaan

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*

C. Jenis dan Sumber Data

Data yang dipakai dalam penelitian ini adalah data sekunder bersifat kuantitatif, berupa data rasio-rasio keuangan yang dihitung unsur-unsur yang ada pada laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur yang terbit setiap akhir periode per 31 Desember. secara berturut-turut dari tahun 1997 sampai dengan tahun 2007, harga penutupan saham harian, pembayaran *cash dividend*, jumlah saham yang beredar. Sumber data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, *JSX Monthly Statistic*, *Fact Book*, *Web-Site Bursa Efek Indonesia*.

D. Metode Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan bersifat *pooled* yaitu observasi yang melibatkan data *time series* dan *cross section*. Prosedur pengumpulan ini bertujuan untuk meningkatkan daya uji empiris dan mengurangi pengaruh perbedaan metode akuntansi yang diterapkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian, karena perbedaan metode akuntansi mempunyai pengaruh pada laporan keuangan dalam waktu pendek.

E. Lokasi, Obyek, dan Subyek Penelitian

Lokasi penelitian adalah di Bursa Efek Indonesia dan Pojok BEI Magister Manajemen UGM. Obyek penelitian pada laporan keuangan perusahaan-perusahaan manufaktur berupa neraca dan rugi/laba periode 1998 hingga 2007 yang dimuat pada *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000 sampai dengan 2008, dan harga saham harian yang dimuat pada *JSX Monthly Statistic*. Subyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI yang memiliki tingkat regulasi campur tangan pemerintah yang relatif sedikit dibandingkan industri perbankan. Argumen ini didukung oleh Jensen & Meckling (1976) yakni *'highly regulated industries such as public utilities or bank will have higher*

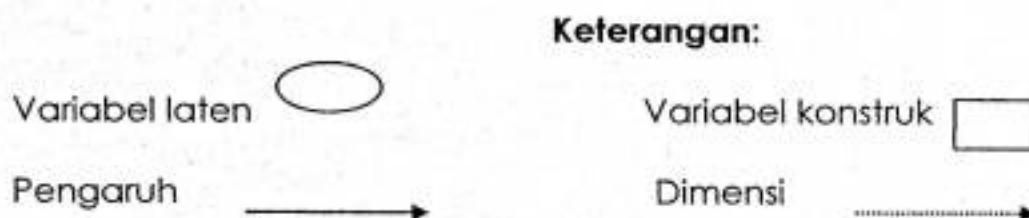
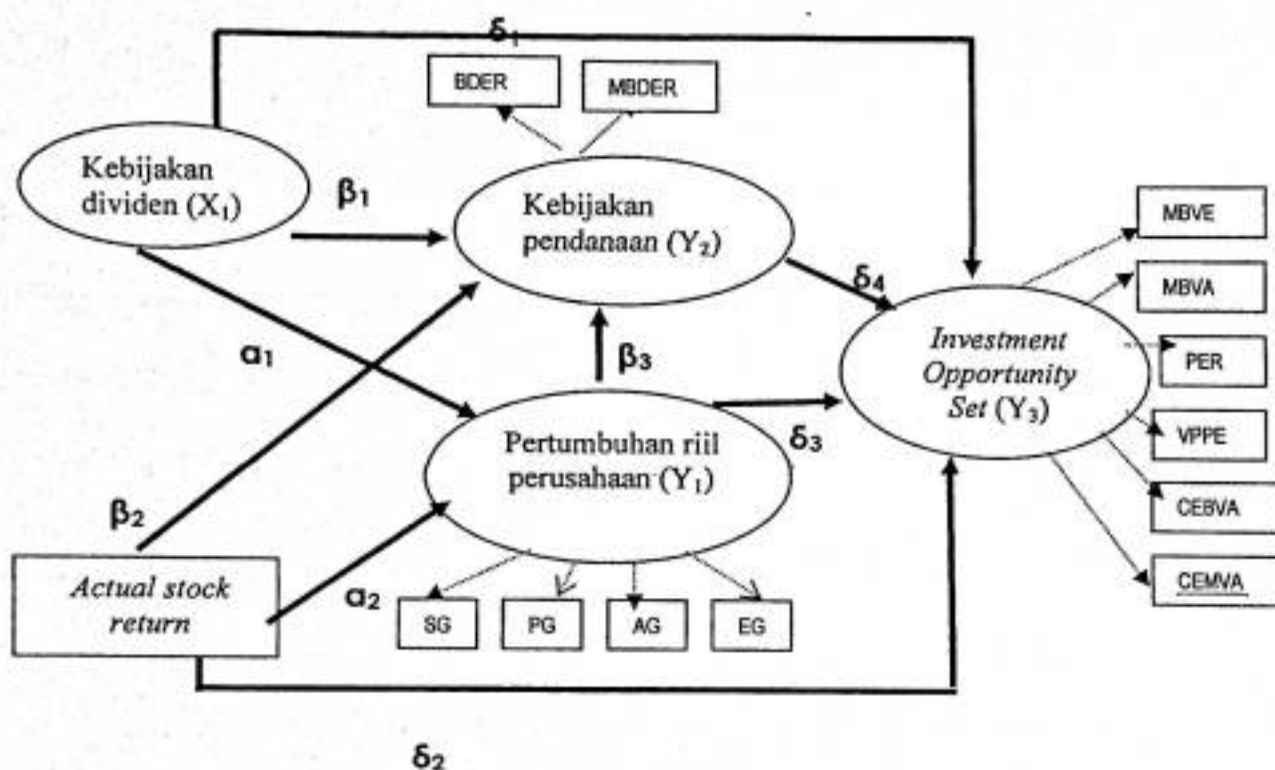
debt equity ratios for equivalent level of risk than the average non regulated firm'.

F. Teknik Analisis

Pada penelitian ini menggunakan teknik analisis *Structural Equation Modeling* dengan bantuan program AMOS (*Analysis Moment Structure*) 16.0. Program ini digunakan dalam penelitian ini karena mempunyai kemampuan untuk mengkonfirmasi dimensi-dimensi atau indikator-indikator sebuah konsep dari variabel laten, sekaligus dapat mengukur hubungan antar variabel yang telah didukung teori dan penelitian empiris secara simultan. Nilai *critical rationya* ± 2.58 pada tingkat signifikansi 1% dan ± 1.98 yang menunjukkan nilai t. Selanjutnya dilakukan uji terhadap konstruk model hal ini untuk mengkonfirmasi valid tidaknya indikator konstruk yang digunakan dalam penelitian. Standar yang direkomendasikan adalah dilihat dari nilai *loading factor* dari variabel indikator konstruk dengan range nilai 0-1 dan semakin mendaki angka 1 dikatakan *good fit*. Juga didukung dengan uji fit yang lainnya yakni dilihat dari *chi-Square* diharapkan kecil nilainya, TLI, NFI, CFI dengan range nilai 0 -1 dan semakin mendaki angka 1 semakin baik.

Dengan program AMOS 16.0 dapat melakukan uji *Confirmatory Factor Analysis (CFA)* untuk melihat hubungan dan pengaruh antar variabel secara simultan. Keunggulan dari alat analisis AMOS dibandingkan dengan program SPSS diantaranya adalah dapat melakukan regresi dan korelasi antara variabel eksogen dan variabel endogen secara simultan dan tidak perlu dilakukan secara bertahap seperti pada program pengolahan data lainnya. Signifikan dan tidaknya hubungan antar variabel amatan dilihat dari nilai yang ada pada *regression weights* yang memuat nilai hasil estimasi hubungan antar variabel, *standard error (SE)*, nilai kritis (CR) dan probabilitasnya. Hubungan antar variabel dikatakan signifikan jika nilai $CR > \pm 2.58$ dengan alfa 1% dan nilai $CR > \pm 1.98$ untuk alfa 0.05% atau diukur dari nilai probabilitasnya (p), jika $p < 0.05$.

Untuk model analisis dengan persamaan struktural secara skematik dapat dilihat pada Gambar 4.1.



Gambar 4.1 Kerangka Operasional Penelitian

Analisis dengan pengukuran *laten variable* atau *construct variable* dilakukan melalui estimasi persamaan struktural berdasarkan koefisien *reduced form* yang dapat ditulis ulang sebagai berikut:

$$Y_1 = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \varepsilon_1 \dots \dots \dots (1)$$

$$Y_2 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 \alpha_0 + (\alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \varepsilon_1) + \varepsilon_2 \dots \dots \dots (2)$$

$$Y_3 = \theta_0 + \theta_1 X_1 + \theta_2 X_2 + \mu_3 \dots \dots \dots (3)$$

Dimana,

α_0 = konstanta

β_0 = konstanta

θ_0 = konstanta

$$\theta_1 = \alpha_1 \delta_3 + \beta_1 \delta_4 + \alpha_1 \beta_3 \delta_4 + \delta_1$$

Menunjukkan efek langsung X_1 ke Y_3 yaitu δ_1 ; ditambah efek X_1 ke Y_3 melalui Y_1 yaitu dengan koefisien $\alpha_1 \delta_3$ dan melalui Y_2 dengan koefisien $\beta_1 \delta_4$ serta melalui Y_1 dan Y_2 yaitu dengan koefisien $\alpha_1 \beta_3 \delta_4$.

$$\theta_2 = \beta_2 \delta_4 + \alpha_2 \beta_3 \delta_4 + \alpha_2 \delta_3 + \delta_2$$

Menunjukkan efek langsung X_2 ke Y_3 yaitu δ_2 ; ditambah efek X_2 ke Y_3 melalui Y_1 yaitu dengan koefisien $\alpha_2 \delta_3$ dan melalui Y_2 dengan koefisien $\beta_2 \delta_4$; ditambah efek X_2 ke Y_3 melalui Y_1 dan Y_2 yaitu dengan koefisien $\alpha_2 \beta_3 \delta_4$.

Pengaruh langsung (*Direct Effect*)

α_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_1

α_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_1

β_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_2

β_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_2

β_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_2

δ_1 = Besarnya pengaruh langsung X_1 terhadap Y_3

δ_2 = Besarnya pengaruh langsung X_2 terhadap Y_3

δ_3 = Besarnya pengaruh langsung Y_1 terhadap Y_3

δ_4 = Besarnya pengaruh langsung Y_2 terhadap Y_3

Pengaruh Tidak Langsung (*Indirect Effect*)

$\alpha_1 \delta_3$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_1

$\alpha_1 \beta_3 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_1 dan Y_2

$\beta_1 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_1 terhadap Y_3
melalui Y_2

$\alpha_2 \delta_3$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_1

$\alpha_2 \beta_3 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_1 dan Y_2

$\beta_2 \delta_4$ = Besarnya pengaruh tidak langsung X_2 terhadap Y_3
melalui Y_2

Pengaruh Total (*Total Effect*)

a_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_1

a_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_1

β_1 = pengaruh total X_1 terhadap Y_2

β_2 = pengaruh total X_2 terhadap Y_2

β_3 = pengaruh total Y_1 terhadap Y_2

$\Theta_1 = a_1 \delta_3 + \beta_1 \delta_4 + a_1 \beta_3 \delta_4 + \delta_1$ = pengaruh total X_1 terhadap Y_3

$\Theta_2 = \beta_2 \delta_4 + a_2 \beta_3 \delta_4 + a_2 \delta_3 + \delta_2$ = pengaruh total X_2 terhadap Y_3

Error term

ε_1 = Error term Y_1

ε_2 = Error term Y_2

$\mu_3 = \delta_3 \varepsilon_1 + \beta_3 \varepsilon_1 + \varepsilon_2 + \varepsilon =$ Error term Y_3

G. Definisi Operasional Variabel

Klasifikasi variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: variabel eksogen, yaitu: kebijakan dividen (X_1), perubahan harga saham (X_2). Variabel endogen, meliputi endogen *intervening* yaitu kebijakan pendanaan (Y_1), pertumbuhan riil perusahaan (Y_2) dan endogen dependen yaitu IOS (Y_3). Berdasarkan klasifikasi variabel dan kerangka konseptual maka variabel didefinisikan sebagai berikut:

Kebijakan Dividen (X_1)

Variabel eksogen kebijakan dividen yang dinotasikan dengan X_1 merupakan kebijakan utama perusahaan yang dapat diukur dari *dividen Payout ratio* dan *dividen Yields ratio*. Namun mengingat kurun waktu periode amatan adalah sepuluh (10) tahun dan minimnya data emiten yang membayar dividen rutin setiap tahunnya selama periode amatan, maka variabel kebijakan dividen ditetapkan sebagai variabel *dummy* diukur dari nilai *dividend yield ratio (DYR)*. Jika nilai $DYR = 0$ berarti perusahaan manufaktur tidak bayar dividen, dan $DYR = 1$ berarti perusahaan manufaktur membayar dividen tiap tahunnya.

- (X_1) Rasio *dividen Yields (DYR)* menunjukkan rasio antara dividen yang dibayarkan per lembar saham dengan harga penutupan saham per lembarnya.

Perubahan Harga Saham (X_2)

Variabel eksogen perubahan harga saham yang selanjutnya diberi notasi X_2 menunjukkan selisih harga rata-rata harian dalam satu tahun sebelumnya dengan harga rata-rata harian tahun berikutnya dan dibagi dengan harga rata-rata

harian tahun. Perubahan harga saham dalam penelitian ini merupakan besarnya *actual return* dari saham.

Semua data harga saham harian dari dua puluh empat (24) perusahaan sampel dihitung harga penutupan saham harian rata-ratanya setiap tahunnya selama kurun waktu sepuluh tahun berturut-turut 1998 -2007. Harga saham harian rata-rata inilah pada penelitian ini selanjutnya dipakai untuk mengetahui nilai *actual return* atau perubahan harga saham perusahaan sampel dari tahun ke tahun periode amatan.

Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y_1)

Variabel dependen *intervening* pertama yang digunakan pada penelitian ini adalah pertumbuhan riil perusahaan manufaktur dengan notasi Y_1 yang diukur dengan dimensi pertumbuhan penjualan (*sales growth*) yang selanjutnya disingkat SG, laba (*profit growth*) yang selanjutnya disingkat PG, aset (*assets growth*) yang selanjutnya disingkat AG, dan nilai buku ekuitas (*Equity Growth*) yang selanjutnya disingkat EG perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI. Pertumbuhan riil perusahaan menggambarkan kondisi nyata terjadinya kenaikan atau penurunan performansi perusahaan yang ditunjukkan dengan ke

empat indikator pertumbuhan riil yang digunakan pada penelitian ini. Perusahaan manufaktur dikatakan bertumbuh jika terjadi perbaikan kondisi yang positif dari satu periode ke periode berikutnya baik dari aspek penjualan, laba yang diperoleh, nilai aset yang dimiliki, dan nilai buku ekuitasnya.

- (Y_{2.1}) Pertumbuhan penjualan (SG) menunjukkan perubahan nilai penjualan periode sebelumnya (S_{it-1}) ke nilai penjualan selanjutnya (S_{it}) dibagi dengan nilai penjualan periode sebelumnya (S_{it-1}).
- (Y_{1.2}) Pertumbuhan laba (PG) menunjukkan perubahan tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan dari satu periode sebelumnya (P_{it-1}) ke periode selanjutnya (P_{it}) dibagi dengan periode sebelumnya (P_{it-1}).
- (Y_{1.3}) Pertumbuhan aset (AG) menunjukkan perubahan nilai kekayaan yang dimiliki perusahaan dari satu periode sebelumnya (A_{it-1}) ke periode selanjutnya (A_{it}) dibagi dengan periode sebelumnya A_{it-1} .
- (Y_{1.4}) Pertumbuhan nilai buku ekuitas (EG) menunjukkan perubahan nilai buku modal sendiri milik perusahaan dari satu periode sebelumnya (E_{it-1}) ke periode selanjutnya (E_{it}) dibagi dengan periode sebelumnya (E_{it-1}).

Kebijakan Pendanaan (Y₂)

Variabel dependen *intervening* yang ke dua pada penelitian ini adalah kebijakan pendanaan (Y₂) merupakan salah satu kebijakan utama perusahaan yang dapat diukur dengan indikator *book debt equity ratio (BDER)* dan *book market debt equity ratio (MBDER)*.

(Y_{2.1}) Rasio *book debt equity (BDER)* menunjukkan kemampuan ekuitas yang dimiliki perusahaan untuk kewajiban yang harus dipenuhi. Variabel *book debt to equity ratio* di ukur melalui perbandingan antara total utang dengan ekuitas perusahaan. Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibanya yang ditunjukkan oleh bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang.

(Y_{2.2}) Rasio *book market debt equity (BMDER)* menunjukkan kemampuan modal saham untuk menjamin kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan.

Investment Opportunity Set (Y₃)

Variabel dependen ke tiga adalah keputusan investasi (Y₃) mengungkapkan tentang keputusan kesempatan investasi di

masa mendatang (IOS). IOS merupakan set kesempatan investasi yang *unobservable*, maka diperlukan proksi-proksi yang dapat menggambarkan perusahaan tumbuh dan tidak bertumbuh. Nilai IOS dihitung dengan kombinasi berbagai jenis rasio yang mengimplikasikan nilai aktiva ditempat (berupa nilai buku aktiva dan ekuitas perusahaan) dan nilai kesempatan tumbuh suatu perusahaan dimasa depan (berupa nilai pasar perusahaan). Proksi-proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah gabungan antara proksi IOS berbasis harga dan proksi IOS berbasis investasi. Proksi IOS yang digunakan merupakan proksi yang diukur dengan nilai buku dan nilai pasar.

(Y_{3.1}) Rasio *market to book value equity* (MBVE) dengan dasar pemikiran bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. MBVE diukur dengan membagi antara nilai kapitalisasi pasar dengan total ekuitas perusahaan.

(Y_{3.2}) Rasio *Market to book value of asset* (MBVA) dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham. Pasar menilai perusahaan yang sedang tumbuh nilainya relatif lebih besar dari nilai bukunya. Rasio ini dihitung dengan cara

menjumlahkan antara nilai selisih total aktiva dan total ekuitas dengan nilai kapitalisasi pasar selanjutnya dibagi dengan total aktiva.

- (Y3.3) Rasio *Price to earning ratio (PER)* dengan dasar pemikiran bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba yang dihasilkan dari pengelolaan aset plus nilai sekarang neto (NPV) dari pilihan investasi di masa datang. Semakin besar rasio *PER* maka semakin besar pula perusahaan kemungkinan untuk tumbuh.
- (Y3.4) Rasio *Firm value to book value of property, plant and equipment (VPPE)* menunjukkan adanya investasi pada aktiva tetap yang produktif sebagai *asset in place*. Rasio ini dihitung dengan cara menjumlahkan antara selisih total asset dan total ekuitas dengan nilai kapitalisasi pasar selanjutnya dibagi dengan aktiva tetap bersih.
- (Y3.5) Rasio *Capital expenditure to book value of assets (CEBVA)* menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi aktiva produktifnya. Rasio ini dihitung dengan cara selisih nilai buku aktiva tetap pada periode t dan nilai buku aktiva tetap pada periode sebelumnya $t-1$ dibagi dengan total aktiva.

(Y_{3.6}) *Rasio Capital expenditure to market value of asset (CEMVA)* dengan dasar pemikiran bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio ini dihitung dengan cara menselisihkan antara Nilai Buku Aktiva Tetap t dan Nilai Buku Aktiva Tetap $t-1$ dibagi dengan selisih antara total asset dan total ekuitas ditambah dengan nilai kapitalisasi pasar.

Lebih lengkapnya hubungan Fungsional pengaruh langsung antar variabel di tunjukkan pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2. Hubungan Fungsional Faktor Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham Terhadap Kebijakan Pendanaan, Pertumbuhan Riil Perusahaan, dan IOS.

Variabel Bebas	Variabel Terikat	Simbol
Kebijakan Dividen (X ₁)	1. Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y ₁) 2. Kebijakan pendanaan (Y ₂) 3. IOS (Y ₃)	α_1 β_1 δ_1
Perubahan harga Saham/ <i>actual return</i> (X ₂)	1. Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y ₁) 2. Kebijakan pendanaan (Y ₂) 3. IOS (Y ₃)	α_2 β_2 δ_2
Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y ₁)	1. IOS (Y ₃) 2. Kebijakan pendanaan (Y ₂)	δ_3 β_3
Kebijakan pendanaan (Y ₂)	1. IOS (Y ₃)	δ_4

Selanjutnya untuk pengaruh tidak langsung antar variabel ditunjukkan pada tabel berikut.

Tabel 4.3. Hubungan Fungsional Pengaruh Tidak Langsung Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham terhadap IOS.

No	Jenis Pengaruh	Simbol
1	Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3) melalui kebijakan pendanaan (Y_2)	$\beta_1 \delta_4$
2	Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3) melalui pertumbuhan riil perusahaan (Y_1)	$\alpha_1 \delta_3$
3	Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3) melalui pertumbuhan riil perusahaan (Y_1) dan kebijakan pendanaan (Y_2)	$\alpha_1 \beta_3 \delta_4$
4	Pengaruh tidak langsung perubahan harga saham (X_2) terhadap IOS (Y_3) melalui kebijakan pendanaan (Y_2)	$\beta_2 \delta_4$
5	Pengaruh tidak langsung perubahan harga saham (X_2) terhadap IOS (Y_3) melalui pertumbuhan riil perusahaan (Y_1)	$\alpha_2 \delta_3$
6	Pengaruh tidak langsung perubahan harga saham (X_2) terhadap IOS (Y_3) melalui pertumbuhan riil perusahaan (Y_1) dan kebijakan pendanaan (Y_2)	$\alpha_2 \beta_3 \delta_4$

Selanjutnya untuk pengaruh total antar variabel ditunjukkan pada Tabel 4.4 berikut.

Tabel 4.4. Hubungan Fungsional Pengaruh Total Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham Terhadap Kebijakan Pendanaan, Pertumbuhan Riil Perusahaan, IOS

No	Jenis Pengaruh	Simbol
1	Pengaruh total Kebijakan Dividen (X_1) terhadap kebijakan pendanaan (Y_2)	β_1
2	Pengaruh total Perubahan Harga Saham (X_2) terhadap kebijakan pendanaan (Y_2)	β_2
3	Pengaruh total Kebijakan Dividen (X_1) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y_1)	α_1
4	Pengaruh total Perubahan Harga Saham (X_2) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y_1)	α_2
5	Pengaruh total Kebijakan Dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3)	$\alpha_1 \delta_3 + \beta_1 \delta_4 + \alpha_1 \beta_3 \delta_4 + \delta_1$
6	Pengaruh total Perubahan Harga Saham (X_2) terhadap IOS (Y_3)	$\beta_2 \delta_4 + \alpha_2 \beta_3 \delta_4 + \alpha_2 \delta_3 + \delta_2$

BAB V

HASIL PENELITIAN

A. Gambaran umum Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Indonesia.

Gambaran umum dua puluh empat perusahaan manufaktur yang menjadi sample pada penelitian ini adalah sebagai berikut: *Pertama*, PT Aqua Golden Mississippi didirikan pada tahun 1973 di Indonesia dan merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman. Perusahaan mulai memproduksi pada tahun 1974 dan saat ini memiliki pabrik pembotolan di Bekasi, Citeureup, Bogor dan Mekarsari, Sukabumi. Perusahaan memiliki total kapasitas produksi sebesar 640 juta liter per tahun. Pabrik Bekasi menghasilkan untuk minuman tidak berkarbonasi dengan kapasitas 40 juta liter per tahun. Perusahaan juga memberikan lisensi di Babakan Pari (Sukabumi), Kuningan, Wonosobo, Pandaan, Bali, Lampung, Brastagi, Manado dengan total kapasitas 575 juta liter per tahun dan juga memiliki 80% saham di IBIC Sdn Bhd di Brunei Darussalam yang juga memproduksi air kemasan di bawah merek SEHAT. perusahaan telah mengekspor produknya ke negara ASEAN, Vietnam,

Kamboja, Hongkong, Selandia Baru, Australia, Taiwan dan Kanada.

Kedua, PT Indofood CBP Sukses Makmur (dahulu PT Indofood Sukses Makmur Tbk.) (IDX: INDF) merupakan produsen berbagai jenis makanan dan minuman yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1972 oleh Sudono Salim. Perusahaan ini mengekspor bahan makanannya hingga Australia, Asia, dan Eropa dengan delapan anak perusahaannya yakni PT Indofood Fritolay Makmur, PT Indosentra Pelangi, PT Nestle Indofood Citarasa Indonesia, PT Indobiskuit Mandiri Makmur, PT Indolakto, PT Australian Indonesian Milk Industry, PT PepsiCola Indobeverages, PT Total Chemindo Loka.

Ketiga, PT. Delta Djakarta Tbk (IDX: DLTA) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1985. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan minuman.

Keempat, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk (IDX: MLBI) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1973. Perusahaan ini menghasilkan minuman seperti Bir Bintang. Perusahaan ini berdiri pada tahun 1931 di

bawah nama *NV Nederlandsch Indische Bierbrouwerijen*. Sejak tahun 1936, perusahaan ini berada di bawah pengawasan perusahaan Belanda yaitu *Heineken International Beheer BV*. Produk yang dihasilkan adalah bir dengan merk Bir Bintang dan Guinness. Bir Bintang menguasai lebih dari 60% bagian dari pasar bir. Perusahaan sudah berkerjasama dengan *Heineken Technische Beheer* dan *Guinness Overseas Ltd*. Setelah melakukan penjualan minuman di Medan pada bulan April 1994, perusahaan memiliki tempat untuk memproduksi bir di Mojosari, Jawa Timur dan Tangerang, Jawa Barat. Diakhir tahun 1994 perusahaan berkantor pusat di Tangerang dan sekarang berkantor di Jl. Daan Mogot Km 19 Bag 3264 Jakarta dan memiliki pabrik di Ngagel, Surabaya dan Sampangagung, Mojokerto untuk menaikkan kapasitas produksi dari 300.000 menjadi 800.000 hekto liter. Dengan total produksi 60 Juta liter per tahun akan menghasilkan pendapatan sebesar Rp. 150.000.000.000 pada tanggal 13 Oktober, perusahaan mulai mengekspor bir ke Jepang dan Australia Utara.

Kelima, PT. Siantar Top Tbk (IDX: STTP) adalah salah satu kelompok bisnis produk konsumen di Indonesia, yang didirikan pada tahun 1993. Perusahaan ini telah tercatat di Bursa Efek Jakarta sejak tahun 2000. Founder perusahaan adalah Bp. Shindo

Sumidomo, putra daerah asli asal Pematang Siantar. Memiliki banyak *sister company* antara lain : *specindo*, *saritama*, *saribumi*, *korin*, dan *sarana utamamas (fukuda)*. Produk : Mie di antaranya, *soba mie sedap*, *spix mie goreng*, *gemez enaak*, *snack : Twisco*, *French Fries 2000*, *Leanet*, *Permen : Gaul*, *Milenium*, *Tovie*, *XUXU*. Minuman Serbuk, Biscuit: *Brio Potato*, *Ori Orio*, *Wafer* dll.

Keenam, PT. *Ultrajaya Milk Industry and Trading Company, Tbk (IDX: ULTJ)* merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minuman yang bermarkas di *Padalarang, Kab. Bandung, Indonesia*. Beralamat di *Jln. Raya Cimareme 131, Padalarang, Kab. Bandung*. Perusahaan ini awalnya merupakan industri rumah tangga yang didirikan pada tahun 1958, kemudian menjadi suatu entitas perseroan terbatas pada tahun 1971. Perusahaan ini merupakan pioner di bidang industri minuman dalam kemasan di Indonesia, dan sekarang memiliki mesin pemroses minuman tercanggih se-Asia Tenggara. PT. *Ultrajaya Milk, Tbk.* menggunakan sistem komputerisasi yang sudah terintegrasi, yaitu *SAP*, sejak tahun 2002. Bahkan perusahaan ini merupakan salah satu rujukan implementor *SAP* yang dinilai cukup sukses di dalam mengadopsi hampir semua modul *SAP*. Produk: *Ultra Milk*, *Teh Kotak*, *Sari Asem Asli*, *Sari Kacang Ijo*.

Ketujuh, Gudang Garam Tbk. (IDX: GGRM) adalah sebuah perusahaan produsen rokok populer asal Indonesia. Didirikan pada 26 Juni 1958 oleh Surya Wonowidjojo, perusahaan ini merupakan pemimpin dalam produksi rokok kretek. Perusahaan ini memiliki kompleks tembakau sebesar 514 are di Kediri, Jawa Timur. Presiden Direktur perusahaan ini adalah Susilo Wonowidjojo. PT Gudang Garam didirikan pada 26 Juni 1958 oleh Tjoa Ing Hwie. Di saat berumur sekitar dua puluh tahun, Ing Hwie mendapat tawaran bekerja dari pamannya di pabrik rokok Cap 93 yang merupakan salah satu pabrik rokok terkenal di Jawa Timur pada waktu itu. Berkat kerja keras dan kerajinannya dia mendapatkan promosi dan akhirnya menduduki posisi direktur di perusahaan tersebut. Produk : Gudang Garam International, Gudang Garam Surya 12, Gudang Garam Surya 12 Premium, Gudang Garam Surya 16, Gudang garam Surya Slims, Gudang Garam Surya Signature, Gudang garam Nusantara, Gudang Garam Nusantara Mild, Gudang Garam Merah, Gudang Garam Djaja, Taman Sriwedari, Sigaret Kretek Filter Klobot.

Kedelapan, PT. Indorama Syntetics Tbk (IDX: INDR) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi tekstil yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan

pada tahun 1985. Perusahaan ini menghasilkan tekstil dan barang kebutuhan hidup lainnya.

Kesembilan, PT. Pan Brothers Tex Tbk (IDX: PBRX) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi tekstil yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1969. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan pakalan.

Kesepuluh, Bata atau T.&A. Bata Shoe Company terdaftar di Zlin, Czechoslovakia oleh dua bersaudara Tomáš, Anna dan Antonín Bata (1894). Perusahaan sepatu raksasa keluarga ini mengoperasikan empat unit bisnis internasional: Bata Eropa, Bata Asia Pasifik-Afrika, Bata Amerika Latin dan Bata Amerika Utara. Produk perusahaan ini hadir di lebih dari 50 negara dan memiliki fasilitas produksi di 26 negara. Sepanjang sejarahnya, perusahaan ini telah menjual sebanyak 14 milyar pasang sepatu. Di Indonesia pengoperasian penjualan sepatu Bata dijalankan oleh PT. Sepatu Bata, Tbk. Pabrik perusahaan ini pertama kali berdiri pada tahun 1939, dan saat ini berada di dua tempat, yaitu di Kalibata itu dan di Medan. Keduanya menghasilkan 7 juta pasang alas kaki setahun, dan terdiri dari 400 model sepatu, sepatu sandal dan sandal, dari kulit, karet dan plastik. Sebelum tahun 1978, status Bata di Indonesia adalah PMA, sehingga dilarang menjual

langsung ke pasar. Bata menjual melalui para penyalur khusus (depot) dengan sistim konsinyasi. Status para penyalur tersebut diubah dan pada 1 Januari 1978, yaitu saat izin dagang Bata "dipindahkan" kepada mereka dan PT. Sepatu Bata menjadi perusahaan PMDN.

Kesebelas, PT. Lautan Lúas Tbk (IDX: LTL5) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi barang konsumen yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1970. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam barang kebutuhan hidup lainnya.

Kedua belas, PT. Unggul Indah Cahaya Tbk (IDX: UNIC) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi kimia yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1988. Perusahaan ini menghasilkan bahan-bahan kimia lainnya.

Ketiga belas, Tahun 1981 Ekadharna didirikan dengan nama "PT Ekadharna Widya Grafika" dan bergerak dalam bidang produksi kertas. Ekadharna mengembangkan usahanya ke bidang industri pita perekat dan mengadakan kerja sama dengan Nashua Corporation USA untuk memproduksi pita perekat merek "NASHUA" untuk pasar Indonesia. Produknya di ekspor ke luar negeri, terutama untuk pasar di kawasan Asia. Pada tahun

1990 Ekadharna menjual sebagian sahamnya ke publik dan mulai mengadakan perluasan pabrik dan membuka kantor cabang di Medan, Surabaya, Semarang, Bandung, dan Makassar. Produksi komersial dari pabrik perluasan dimulai, sehingga total kapasitas produksi Ekadharna mencapai 114,5 juta m² per tahun. Dan pada tahun 2008 Ekadharna berubah nama menjadi PT Ekadharna International.

Keempat belas, PT. Kageo Igar Jaya Tbk (IDX: IGAR) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi plastik yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1975. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan plastik.

Kelima belas, PT. Semen Gresik (Persero) Tbk. (IDX: SMGR) adalah pabrik semen yang terbesar di Indonesia. Diresmikan di Gresik pada tanggal 7 Agustus 1957 oleh Presiden RI pertama dengan kapasitas terpasang 250.000 ton semen per tahun. Pada tanggal 8 Juli 1991 Semen Gresik tercatat di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya serta merupakan BUMN pertama yang *go public* dengan menjual 40 juta lembar saham kepada masyarakat. Sampai dengan tanggal 30 September 1999 komposisi kepemilikan saham berubah menjadi Pemerintah RI 51,01%, Masyarakat 23,46% dan Cemex 25,53%. Pada Tanggal 27

Juli 2006 terjadi transaksi penjualan saham CEMEX S.S de. C.V pada *Blue valley Holdings PTE Ltd*. Sehingga komposisi kepemilikan saham sampai saat ini berubah menjadi Pemerintah RI 51,01%, *Blue Valley Holdings PTE Ltd* 24,90%, dan masyarakat 24,09%. Saat ini kapasitas terpasang Semen Gresik Group (SGG) sebesar 16,92 juta ton semen per tahun, dan menguasai sekitar 46% pangsa pasar semen domestik. PT Semen Gresik (Persero) Tbk memiliki anak perusahaan PT. Semen Padang (Persero) dan PT. Semen Tonasa (Persero). Semen Gresik Group merupakan produsen semen terbesar di Indonesia.

Keenam belas, PT. Citra Tubindo Tbk (IDX: CTBN) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi minyak dan gas yang bermarkas di Batam, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1975. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan gas dan minyak.

Ketujuh belas, PT Intraco Penta, Tbk (IDX: INTA), adalah perusahaan penyedia solusi peralatan berat di Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1970, dan pada akhir Desember 2005 memiliki total aset Rp.887,644 miliar. Bidang pekerjaan yang berhubungan : Industri pertambangan, minyak dan gas, konstruksi, kertas dan bubur kertas, perkayuan, petrokimia, semen, dan pertanian. Jenis produk : Produk-produk

perusahaan seperti peralatan konstruksi Volvo, yang menduduki peringkat empat dunia di industri alat-alat konstruksi, Ingersoll-Rand yang populer di bidang konstruksi, dan aneka produk Bobcat. Selain itu kami juga menghadirkan Terex crane, serta berbagai merek terkemuka lainnya.

Kedelapan belas, PT Selamat Sempurna Tbk adalah sebuah perusahaan manufaktur di Indonesia. PT Selamat Sempurna adalah perusahaan yang memproduksi suku cadang untuk otomotif dan mesin. Anak perusahaannya yaitu : PT Panata Jaya Mandiri, bergerak dalam bidang penyediaan filter otomotif.

Kesembilan belas, PT. Tunas Ridean Tbk (IDX: TURI) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi kendaraan yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1987. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan kendaraan.

Kedua puluh, PT. Merck Tbk Indonesia didirikan pada tahun 1970, PT Merck Tbk menjadi perusahaan publik pada tahun 1981 dan merupakan salah satu perusahaan pertama yang terdaftar di Bursa Saham Indonesia. Sebagian besar saham dimiliki oleh Grup Merck yang berkantor pusat di Jerman dan merupakan perusahaan farmasi dan kimia tertua di dunia.

Kedua puluh satu, PT. Tempo Scan Pacific Tbk (IDX: TSPC) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi farmasi yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini didirikan pada tahun 1977. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan farmasi. Produk: Hemaviton, NEO Hormoviton, Zevit-C, Heparvixon, Bodrex, Bodrexin, NEO Rheumacyl, Vidoran, Vidoran SMART, Vitonal-F, Flucyl, Candyvit-C, Contrex, Contrexin, Oskadon, Oskadryl, Oskavit, Ipi Vitamin, Marina, Exclusively, My Baby, Revlon, Aramis, Claudia, SOS, Total Care, Priitho.

Kedua puluh dua, PT Tancho Indonesia merupakan perusahaan yang memproduksi barang-barang konsumen seperti kosmetik, parfum dan barang plastik. PT Tancho Indonesia didirikan pada tahun 1969 sebagai perusahaan patungan 40% dimiliki oleh Mandom Corporation (awalnya Tancho Co Ltd), Jepang dan 60% dimiliki oleh NV Pabrik City, Indonesia. Sejak tahun 1977, perusahaan telah menjual produknya melalui 2 agen utama: PT Asia Paramita dan PT Panesia dengan Kapasitas produksi 22 juta lusin per tahun.

Kedua puluh tiga, PT. Mustika Ratu Tbk (IDX: MRAT) merupakan perusahaan multinasional yang memproduksi kosmetik yang bermarkas di Jakarta, Indonesia. Perusahaan ini

didirikan pada tahun 1970. Perusahaan ini menghasilkan berbagai macam-macam bahan kosmetik. Perusahaan ini mengirim barang ke lebih dari 20 negara di dunia.

Kedua puluh empat, Di Indonesia, Unilever bergerak dalam bidang produksi sabun, deterjen, margarin, minyak sayur dan makanan yang terbuat dari susu, es krim, makanan dan minuman dari teh dan produk-produk kosmetik. Unilever Indonesia didirikan pada 5 Desember 1933 sebagai Zeepfabrieken N.V. Lever. Pada 22 Juli 1980, nama perusahaan diubah menjadi PT Unilever Indonesia dan pada 30 Juni 1997, nama perusahaan diubah menjadi PT Unilever Indonesia Tbk. Unilever Indonesia mendaftarkan 15% dari sahamnya di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya pada tahun 1981. Unilever memiliki beberapa perusahaan lain di Indonesia: PT Anugrah Lever - didirikan pada tahun 2000 dan bergerak di bidang pembuatan, pengembangan, pemasaran dan penjualan kecap, saus cabe dan saus-saus lain dengan merk dagang Bango, Parkief dan Sakura dan merek-merek lain. PT Technopia Lever - didirikan pada tahun 2002 dan bergerak di bidang distribusi, ekspor dan impor barang-barang dengan menggunakan merk dagang Domestos Nomos. PT Knorr Indonesia - diakuisisi pada 21 Januari 2004. Daftar

perusahaan manufaktur sample penelitian ini seperti termuat pada Tabel 5.1 terlampir.

B. Diskripsi Variabel Penelitian

1. Diskripsi Variabel Independen yakni Kebijakan dividen (X1) dan variabel Perubahan harga Saham (X2)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (X1) yang ditetapkan sebagai variabel *dummy*, jika perusahaan membayar dividen diberi nilai 1 dan jika perusahaan tidak membayar dividen diberi nilai 0.

perubahan harga saham (X2) yang merupakan *single factor measurement* yakni *actual return* saham perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian yakni perubahan harga penutupan saham harian dari periode t ke periode $t-1$ dibagi dengan harga penutupan saham harian dari periode $t-1$ secara berturut-turut selama periode amatan dengan menggunakan basis perhitungan rata-rata harga penutupan saham harian. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *actual return* saham perusahaan sampel hampir setengahnya cenderung bertumbuh negatif.

2. Diskripsi Variabel Dependen

Tiga variabel dependen dalam penelitian ini adalah

pertumbuhan riil perusahaan (Y_1), kebijakan pendanaan (Y_2), dan IOS (Y_3) yang diindikasikan dengan *multi factor measurement*. Untuk mengetahui tingkat validitas indikator konstruk dari masing-masing variabel endogen, maka dengan program AMOS 16.0 berhasil dilakukan *confirmatory factor analysis* tiga konstruk variabel endogen dan identifikasi model. Hasil pengujian terhadap identifikasi model yang digunakan dalam penelitian ini didapatkan nilai *Chi-Squares* 231.006 dengan probabilitas 0.000 yang nilainya masih di bawah 0.05 dan *CMIN/DF* sebesar 3.348 menunjukkan model layak dipakai karena masih dibawah range nilai 5, dilihat dari kriteria *model fit* yang lain yakni nilai NFI 0.821, TLI 0.789, CFI 0.861 telah memenuhi kriteria karena masih berada pada *range* nilai antara 0 -1. Hasil pengujian dengan nilai mendekati 1 (satu) menunjukkan semakin *fit model* yang digunakan. Secara keseluruhan model dapat diterima. Hasil uji *confirmatory factor analysis (CFA)* digunakan untuk melihat apakah konstruk laten pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan pendanaan, dan IOS merupakan konstruk *unidimensional* yang didefinisikan oleh Variabel observed Y_{11} – Y_{14} , Y_{21} – Y_{22} , dan Y_{31} – Y_{36} . dengan menggunakan 240 (24 x 10 tahun) sampel perusahaan manufaktur diperoleh hasil *Chi-squares* sebagai kriteria *model fit* seperti ditampilkan pada Tabel 5.2.

Tabel 5.2 Evaluasi Kriteria Goodness of Fit Indices Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan Investment Opportunity Set (IOS).

Goodness of fit Index	Nilai Penerimaan model	Hasil Model	Keterangan
$\chi^2 - Chi-Square$	Diharapkan kecil	231.006	Baik
CMIN/DF	≤ 5.00	3.348	Baik
TLI	0-1	0.830	Baik
CFI	0-1	0.871	Baik
NFI	0-1	0.828	Baik

Sumber : output AMOS 16.0

Berdasarkan informasi yang diperoleh pada Tabel 5.2 tersebut diatas dapat dikatakan bahwa model telah *fit* dengan konstruk variabel latennya yang berarti ukuran variabel laten yang digunakan sudah unidimensional.

Secara keseluruhan hasil CFA menunjukkan kemampuan validitas konstruk variabel endogen pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan pendanaan, IOS dari *measurement theory* yang diusulkan. Validitas konstruk yang dimaksudkan disini adalah sejauhmana ukuran indikator mampu merefleksikan konstruk laten teorinya dan secara umum indikator konstruk yang digunakan dalam penelitian ini mampu merefleksikan konstruk laten teorinya. Hasil pengujian CFA secara detail akan dibahas masing-masing pada halaman selanjutnya.

2.1. Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y_1)

Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y_1) merupakan variabel dependen ke satu yang diukur dengan *multi factor measurement*. Indikator konstruk yang digunakan dalam penelitian adalah pertumbuhan riil penjualan (*Sales Growth*), pertumbuhan riil laba (*Profit Growth*), pertumbuhan riil Asset (*Assets Growth*), pertumbuhan riil ekuitas (*Equity Growth*).

Loading factor untuk variabel konstruk pertumbuhan riil perusahaan menunjukkan bahwa dari ke empat variabel konstruk yang digunakan sebagai indikator pembentuk konstruk yang valid untuk pertumbuhan riil perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia adalah *Equity Growth* dengan *loading factor* sebesar 1.000 dengan nilai *CR fix* dari nilai *t* tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 , artinya pertumbuhan riil ekuitas mampu menjelaskan secara signifikan sebagai indikator konstruk pertumbuhan riil perusahaan sebesar 1.000 dari teori yang mengatakan bahwa pertumbuhan riil perusahaan diukur salah satunya dengan nilai pertumbuhan ekuitas. Pertumbuhan riil ekuitas ini merupakan indikator konstruk variabel pertumbuhan riil perusahaan yang paling besar nilai koefisien regresinya dibandingkan dengan tiga indikator konstruk lainnya.

Assets Growth dengan *loading factor* sebesar 0.734 dengan nilai CR 23.907 lebih besar dari nilai *t* tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.001 artinya pertumbuhan aktiva secara signifikan mampu menjelaskan kepada pertumbuhan riil perusahaan sebesar 0.734. *Sales Growth* dengan *loading factor* sebesar 0.442 dengan nilai CR 13.840 lebih besar dari nilai *t* tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.001. Artinya jika pertumbuhan riil perusahaan diukur dengan pertumbuhan riil penjualan, maka kontribusi yang mampu dijelaskan secara signifikan oleh pertumbuhan riil penjualan sebesar 0.442. Begitu halnya dengan *loading factor Profit Growth* berarti 0.344 dengan nilai CR 1.233 lebih kecil dari nilai *t* tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.217, berarti jika pertumbuhan riil perusahaan diukur dengan pertumbuhan riil laba, maka kontribusi yang mampu dijelaskan oleh pertumbuhan riil laba hanya sebesar 0.344 atau tidak signifikan.

Berdasarkan nilai *loading factor* dari ke empat indikator pengukur variabel pertumbuhan riil perusahaan tersebut dapat dikatakan secara umum valid untuk merefleksikan konstruk laten teorinya kecuali variabel pertumbuhan riil laba. Detail *loading factor* hasil pengujian konfirmasi variabel endogen pertumbuhan riil perusahaan (Y1) tertera pada Tabel 5.3 berikut.

Tabel 5.3. Pengukuran Indikator Variabel Konstruksi Pertumbuhan Rill Perusahaan

Variabel Indikator Konstruksi	Loading Factor	CR	T tabel ($\alpha=0.05$)	Probabilitas	Keterangan
SG ← Pertumbuhan Rill Perusahaan	.442	13.840	±1.98	***	signifikan
PG ← Pertumbuhan Rill Perusahaan	.344	1.233	±1.98	.217	Tidak signifikan
AG ← Pertumbuhan Rill Perusahaan	.734	23.907	±1.98	***	Signifikan
EG ← Pertumbuhan Rill Perusahaan	1.00	Fix	±1.98		Signifikan

Sumber : output AMOS 16.0

2.2. Keputusan Pendanaan (Y_2)

Indikator konstruk yang digunakan untuk menjelaskan variabel endogen keputusan pendanaan adalah *book debt equity ratio (BDER)* dan *market book debt equity ratio (MBDER)* dengan nilai *loading factor* 1.000 untuk BDER, artinya variabel kebijakan pendanaan mampu dijelaskan oleh indikator konstruk *book debt equity ratio* atau rasio total kewajiban terhadap nilai kapitalisasi pasar mampu menjelaskan kebijakan pendanaan sebesar 19.447 dengan nilai CR 2.172 lebih besar dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ±1.98 dan probabilitas 0.030 berarti signifikan. Dua indikator variabel kebijakan pendanaan yakni BDER dan MBDER secara statistik layak

digunakan untuk menjelaskan variabel konstruknya. Detail *loading factor* hasil pengujian konfirmasi variabel endogen kebijakan pendanaan (Y2) tertera pada Tabel 5. 4 berikut.

Tabel 5.4. Pengukuran Indikator Variabel Konstruk Kebijakan Pendanaan

Variabel Indikator Konstruk	Loading Factor	CR	T tabel ($\alpha=0.05$)	Probabilitas	Keterangan
BDER ← Kebijakan Pendanaan	1.000	Fix	±1.98		signifikan
MBDER ← Kebijakan Pendanaan	19.447	2.172	±1.98	0.030	signifikan

Sumber : output AMOS 16.0

2.3. Investment Opportunity Set (Y₃)

Variabel endogen *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan variable laten yang tidak dapat diobservasi dan diproksikan dengan indikator IOS berbasis harga yakni Rasio market to book value equity (MBVE), Rasio Market to book value of asset (MBVA), Price to Eaning Ratio (PER), Rasio Firm value to book value of Property, Plant and Equipment (VPPE) dan proksi IOS berbasis investasi yakni Capital expenditure to book value of assets (CEBVA), Rasio Capital expenditure to market value of asset (CEMVA).

Hasil pengujian ke lima indikator konstruk proksi IOS menunjukkan nilai *loading factor* berturut-turut sebagai berikut

1.000 untuk MBVE dengan nilai CR Fix dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 berarti signifikan. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *book to market value of equity* yakni kapitalisasi pasar dibagi dengan total ekuitas adalah signifikan dapat dipakai sebagai proksi IOS berbasis harga.

MBVA nilai *loading factor* 0.526 dengan nilai CR 20.130 lebih besar dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.001. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *book to market value of asset* yakni selisih total aktiva dengan ekuitas ditambah dengan kapitalisasi pasar dibagi dengan total aktiva adalah signifikan dapat dipakai sebagai proksi IOS berbasis harga.

PER yakni *price earning ratio* memiliki *loading factor* -0.484 dengan nilai CR -0.350 lebih kecil dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.726. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *price to earning ratio* yakni harga per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham adalah tidak signifikan untuk dipakai sebagai proksi IOS berbasis harga. PER merupakan satu-satunya proksi IOS berbasis harga yang digunakan pada penelitian ini dengan hasil uji statistiknya tidak signifikan.

Proksi IOS berbasis harga yang terakhir adalah VPPE dengan nilai koefisien parameternya 1.559 dengan nilai CR 14.448 lebih

besar dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.001. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *value of property, plant, and equipment to firm's value of assets* yakni selisih total aktiva dengan ekuitas ditambah dengan kapitalisasi pasar dibagi dengan total aktiva tetap bersih adalah signifikan untuk dipakai sebagai proksi IOS berbasis harga.

Selanjutnya pengujian konstruk IOS berbasis investasi yakni CEBVA dengan nilai koefisien parameter 0.002 dengan nilai CR 2.037 lebih besar dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.042. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *Ratio of capital expenditure to book value asset* yakni selisih antara nilai buku aktiva tetap pada tahun t dengan nilai buku aktiva tetap pada tahun sebelumnya $t-1$ dibagi total aktiva adalah signifikan dapat dipakai sebagai proksi IOS berbasis investasi.

Sedangkan proksi IOS berbasis investasi berikutnya adalah CEMVA dengan nilai *loading factor* 0.000 dengan nilai CR -0.610 lebih kecil dari nilai t tabel pada tingkat $\alpha=0.05$ yakni ± 1.98 dan probabilitas 0.542. Data statistik tersebut menunjukkan bahwa *ratio of capital expenditure to market value of assets* yakni selisih antara nilai buku aktiva tetap pada tahun t dengan nilai buku aktiva tetap pada tahun sebelumnya $t-1$ dibagi selisih total aktiva

dengan total ekuitas ditambah dengan kapitalisasi pasar adalah tidak signifikan untuk dipakai sebagai proksi IOS berbasis investasi.

Jadi secara keseluruhan proksi yang digunakan pada penelitian ini baik yang berbasis harga maupun investasi mampu menjelaskan IOS sebagai variabel konstruk laten, kecuali PER pada proksi IOS berbasis harga dan CEMVA pada proksi IOS berbasis investasi. Detail hasil CFA untuk variabel endogen IOS (Y3) dapat dilihat pada Tabel 5.5 berikut.

Tabel 5.5. Pengukuran Indikator Variabel Konstruk IOS

Variabel Indikator Konstruk	Loading Factor	CR	T tabel ($\alpha=0.05$)	Probabilitas	Keterangan
MBVE \leftarrow IOS _p	1.000	Fix	± 1.98		Signifikan
MBVA \leftarrow IOS _p	0.526	20.130	± 1.98	***	Signifikan
PER \leftarrow IOS _p	-0.484	-0.350	± 1.98	.726	Tidak signifikan
VPPE \leftarrow IOS _p	1.559	14.448	± 1.98	***	Signifikan
CEBVA \leftarrow IOS _i	0.002	2.037	± 1.98	.042	Signifikan
CEMVA \leftarrow IOS _i	0.000	-0.610	± 1.98	.542	Tidak signifikan

Sumber : output AMOS 16.0

C. Hasil Estimasi Pengaruh Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan Terhadap *Investment opportunity Set*.

1. Pengaruh langsung (*Direct Effect*) Kebijakan Dividen Terhadap Pertumbuhan Riil Perusahaan, kebijakan Pendanaan, dan IOS

Output yang dihasilkan dengan pengolahan data menggunakan program AMOS 16.0 untuk variabel eksogen yang pertama yakni kebijakan dividen (X1) menunjukkan pengaruh langsung (*Direct effect*) terhadap variabel endogen lainnya yakni dengan pertumbuhan riil perusahaan (Y1), kebijakan pendanaan (Y2), dan IOS (Y3). Jadi ada tiga hubungan langsung yang dibangun variabel eksogen kebijakan dividen.

Pengaruh langsung pertama antara variabel kebijakan dividen (X1) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y1) dengan nilai koefisien regresi α_1 sebesar 0.386 dan probabilitas 0.421 lebih besar dari 0.05 berarti tidak signifikan. Artinya kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap pertumbuhan riil perusahaan.

Pengaruh langsung kedua yakni antara kebijakan dividen (X1) terhadap kebijakan pendanaan (Y2) adalah signifikan ditunjukkan dengan parameter β_1 sebesar -.795 dan probabilitas 0.008 dibawah 0.05. Artinya kebijakan dividen dalam hal keputusan bayar atau tidak bayar dividen kepada para investor

berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan pendanaan. Sedangkan pengaruh langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3) ditunjukkan dengan parameter δ_1 sebesar 1.554 adalah tidak signifikan karena dengan nilai probabilitas 0.449 diatas 0.05. Artinya kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap IOS. Keputusan perusahaan membayar atau tidak membayar dividen kepada pemegang saham tidak mempengaruhi prospek pertumbuhan di masa depan.

2. Pengaruh Tidak Langsung (*Indirect Effect*) Kebijakan Dividen Terhadap Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan IOS

Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y_1), (Y_2) selanjutnya terhadap IOS (Y_3) ditunjukkan oleh koefisien parameter α_1 β_3 δ_4 sebesar 0.198. Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y_1) selanjutnya terhadap IOS (Y_3) dengan nilai koefisien parameter α_1 δ_3 sebesar 0.000. Pengaruh tidak langsung kebijakan dividen (X_1) terhadap kebijakan pendanaan (Y_2) selanjutnya terhadap IOS (Y_3) dengan nilai koefisien parameter β_1 δ_4 sebesar 0.006.

3. Pengaruh Total (*Total Effect*) Kebijakan Dividen Terhadap Pertumbuhan Riil Perusahaan, kebijakan Pendanaan, dan IOS

Pengaruh total antara kebijakan dividen (X_1), perubahan harga saham (X_2), pertumbuhan riil perusahaan (Y_1), kebijakan pendanaan (Y_2) terhadap IOS (Y_3) sebagai berikut: 1) Pengaruh total kebijakan dividen (X_1) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y_1) ditunjukkan parameter α_1 dengan nilai koefisien sebesar 0.386, 2). Pengaruh total kebijakan dividen (X_1) terhadap kebijakan pendanaan perusahaan (Y_2) ditunjukkan parameter β_1 dengan nilai koefisien sebesar -0.788, 3) Pengaruh total kebijakan dividen (X_1) terhadap IOS (Y_3) ditunjukkan parameter δ_1 dengan nilai koefisien sebesar 1.753. Secara jelas arah hubungan hasil pengujian variabel eksogen kebijakan dividen (X_1) terhadap variabel endogen Y_1 , Y_2 , dan Y_3 termuat pada Tabel 5.6 berikut.

Tabel 5.6 Arah Hubungan Variabel kebijakan Dividen Terhadap Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan IOS

	Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y_1)	Kebijakan Pendanaan (Y_2)	IOS (Y_3)
	(+)	(-)	(+)
Kebijakan Dividen (X_1)		signifikan	Tidak signifikan
Signifikansi	Tidak signifikan		

Sumber: output Amos 16.0

Berdasarkan informasi Tabel 5.6 diatas, mengindikasikan bahwa hipotesis pertama yang diajukan pada penelitian ini diterima, karena dari tiga (3) item interaksi hubungan variabel kebijakan dividen secara keseluruhan tidak berpengaruh signifikan, kecuali pada pengaruh antara variabel kebijakan dividen terhadap kebijakan pendanaan. Ketidak signifikannya hasil pengujian pengaruh kebijakan dividen terhadap kedua variabel endogen Y1 dan Y3 pada penelitian ini karena variabilitas data dan periode amatan sepuluh tahun 1998-2007 yang rentan terhadap dampak kondisi krisis ekonomi di Indonesia pada pertengahan tahun 1997 dan juga pada akhir tahun 2007.

4. Pengaruh langsung (*Direct Effect*) Perubahan Harga Saham Pertumbuhan Riil Perusahaan, kebijakan Pendanaan, dan IOS

Pengaruh langsung (*Direct effect*) variabel perubahan harga saham (**X2**) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (**Y1**), kebijakan pendanaan (**Y2**), IOS (**Y3**) ditunjukkan dengan nilai koefisien parameter. Pengaruh langsung variabel perubahan harga saham (**X2**) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (**Y1**) dengan koefisien parameter α_2 0.071 dan nilai probabilitas diatas 0.05 berarti tidak signifikan, pengaruh langsung variabel perubahan harga saham (**X2**) terhadap kebijakan pendanaan

(Y2) koefisien parameter β_2 0.188 dengan nilai probabilitas diatas 0.05 sehingga tidak signifikan, dan pengaruh langsung variabel perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) koefisien parameter δ_2 1.038 adalah tidak signifikan karena memiliki nilai probabilitas diatas 0.05.

5. Pengaruh Tidak Langsung (*Indirect Effect*) Perubahan Harga Saham

Pengaruh tidak langsung (*Indirect Effects*) antara variabel eksogen perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) melalui pertumbuhan riil perusahaan (Y1), kebijakan pendanaan (Y2) dan melalui kedua-duanya yakni Y1 dan Y2 dijelaskan oleh nilai koefisien parameter. Pengaruh tidak langsung perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) melalui Y1 dijelaskan oleh koefisien parameter $\alpha_2 \delta_3$ sebesar 0.000, pengaruh X2 terhadap Y3 melalui Y2 dengan nilai koefisien parameter $\beta_2 \delta_4$ 0.001, dan pengaruh X2 terhadap Y3 melalui Y1 dan Y2 dengan nilai koefisien parameter $\alpha_2 \beta_3 \delta_4$ sebesar -0.039. Resume arah hubungan variabel eksogen perubahan harga saham (X2) terhadap variabel endogen Y1, Y2, dan Y3 sebagai berikut.

Tabel 5.7 Arah Hubungan Variabel Perubahan Harga Saham Terhadap Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan IOS

	Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y1)	Kebijakan Pendanaan (Y2)	IOS (Y3)
Perubahan Harga Saham (X2)	(+)	(+)	(+)
Signifikansi	Tidak signifikan	Tidak signifikan	Tidak signifikan

Sumber: output Amos 16.0

6. Pengaruh Total (Total Effect) Perubahan Harga Saham terhadap Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan IOS

Pengaruh total perubahan harga saham (X2) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y1) ditunjukkan parameter α_2 dengan nilai koefisien sebesar 0.071. Pengaruh total perubahan harga saham (X2) terhadap Y2 ditunjukkan parameter β_2 dengan nilai koefisien sebesar 0.188. Pengaruh total perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) ditunjukkan parameter $\beta_2\delta_4 + \alpha_2\beta_3\delta_4 + \alpha_2\delta_3 + \delta_2$ dengan nilai koefisien sebesar 1.038.

7. Pengaruh Total (Total Effect) Antar variabel Endogen Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y1), Kebijakan Pendanaan (Y2), IOS (Y3).

Sedangkan pengaruh antara variabel konstruk pertumbuhan riil perusahaan (Y1) terhadap kebijakan pendanaan (Y2) dengan koefisien parameter β_2 0.016, pengaruh langsung pertumbuhan riil perusahaan (Y1) terhadap IOS (Y3) dengan koefisien parameter δ_3 0.047, dan pengaruh langsung variabel kebijakan pendanaan (Y2) terhadap IOS (Y3) dengan koefisien parameter δ_4 -0.226. Ketiganya menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan dengan nilai probabilitas diatas 0.05. Resume arah hubungan antar variabel eksogen dan endogen dapat dilihat pada Tabel 5.8 berikut.

Tabel 5.8 Arah Hubungan Variabel Perubahan Harga Saham Terhadap Variabel Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, dan IOS

	Kebijakan Pendanaan (Y2)	IOS (Y3)
Pertumbuhan Riil Perusahaan (Y1)	(+)	(+)
Kebijakan Pendanaan (Y2)		(+)
Signifikansi	Tidak signifikan	Tidak signifikan

Sumber: output Amos 16.0

Rekapitulasi hasil analisis terhadap keseluruhan variabel yang digunakan pada penelitian ini baik dari sisi pengaruh

langsung maupun tidak langsung serta pengaruh total secara detail dapat dilihat pada Tabel 5.9.

Tabel 5.9. Uji Model Pengaruh Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Riil Perusahaan, Kebijakan Pendanaan terhadap Investment Opportunity Set.

Simbol	Variabel Indikator Konstruk	Loading Factor	Efek			CR	Prob	Ket
			Direct	Indirect	total			
a1	Pertumbuhan Riil Persh (Y1) ← Kebijakan Dividen (X1)	.386	.386	0.000	.386	1.234	.217	Tdk signifikan
a2	Pertumbuhan Riil Persh (Y1) ← Perubahan harga Saham (X2)	.071	.071	0.000	.071	-.057	.954	Tdk signifikan
β1	Kebijakan Pendanaan (Y2) ← Kebijakan Dividen (X1)	-.795	-.795	.006	-.788	- 2.695	.007	signifikan
β2	Kebijakan Pendanaan (Y2) ← Perubahan harga Saham (X2)	.187	.187	.001	.188	1.126	.260	Tdk signifikan
β3	Kebijakan Pendanaan (Y2) ← Pertumbuhan Riil Persh (Y1)	.016	.016	.000	.016	.514	.607	Tdk signifikan
δ3	IOS (Y3) ← Pertumbuhan Riil Persh (Y1)	.051	.051	-.004	.047	- 1.030	.303	Tdk signifikan
δ4	IOS (Y3) ← Kebijakan Pendanaan (Y2)	-.226	-.226	.000	-.226	-.962	.336	Tdk signifikan
δ1	IOS (Y3) ← Kebijakan Dividen (X1)	1.554	1.554	.198	1.753	.645	.519	Tdk signifikan
δ2	IOS (Y3) ← Perubahan Harga Saham (X2)	1.077	1.077	-.039	1.038	-.431	.667	Tdk signifikan

Sumber data: output Amos 16.0

Menyimak hasil penelitian tersebut diatas, maka dapat dirincikan maksud dari setiap hubungan tersebut sebagai berikut.

Kebijakan dividen sebagai variabel *dummy* berhubungan positif tidak signifikan terhadap pertumbuhan riil perusahaan artinya tidak ada perbedaan pengaruh antara perusahaan dengan kebijakan bayar dan tidak bayar dividen terhadap pertumbuhan riil perusahaan. Dengan kata lain informasi tentang keputusan pembayaran dividen tidak direspon positif oleh realisasi pertumbuhan perusahaan.

Dilihat dari arah hubungan antara variabel kebijakan dividen (X_1) dengan pertumbuhan riil perusahaan (Y_1) adalah positif. Hasil penelitian tersebut bertentangan dengan peneliti-peneliti sebelumnya, dimana pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan tingkat pendapatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang menguntungkan untuk mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar dari labanya kepada pihak luar. Sebaliknya yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen.

Hubungan antara perubahan harga saham (X2) terhadap pertumbuhan riil perusahaan (Y1) adalah positif tidak signifikan, artinya dilihat dari arah hubungan yang positif meskipun tidak signifikan mengindikasikan bahwa perubahan harga saham yang senyatanya terjadi dari waktu ke waktu mempunyai keterkaitan dengan pertumbuhan perusahaan baik itu dari aspek pertumbuhan penjualan, laba, aset, dan ekuitas. Hal ini senada dengan yang disampaikan oleh Volgt (1997). Namun karena hasil pengujian secara statistik menunjukkan angka yang tidak signifikan berarti terjadinya kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan manufaktur dari satu periode ke periode selanjutnya tidak mempengaruhi realisasi pertumbuhan baik itu dari aspek pertumbuhan penjualan, laba, aset dan ekuitas perusahaan. Jadi setiap terjadi perubahan harga saham tidak direspon positif terhadap realisasi pertumbuhan perusahaan. Kondisi ini dimungkinkan terjadi karena dari data nilai ke dua variabel sama-sama cenderung lebih banyak menunjukkan pertumbuhan negatif daripada pertumbuhan positifnya.

Hal senada mendukung *asymetric information model* (Ambarish, John & William; 1987) dan *free cash flows theory* (Jensen; 1986) mengemukakan bahwa ada hubungan antara pertumbuhan perusahaan terhadap harga saham. Ke dua-

duanya memprediksi bahwa harga saham akan merespon informasi pertumbuhan dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang bertumbuh akan merespon positif harga saham, sedangkan perusahaan yang memiliki peluang tumbuh terbatas diperkirakan memiliki hubungan negatif dengan harga saham.

Hubungan kebijakan dividen (X_1) sebagai variabel *dummy* negatif signifikan terhadap kebijakan pendanaan (Y_2) artinya ada perbedaan pengaruh sebesar 79.5% bagi perusahaan dengan keputusan membayar dividen dan perusahaan dengan keputusan tidak membayar dividen terhadap kebijakan pendanaan. Setiap terjadi keputusan pembayaran dividen akan direspon negatif terhadap keputusan pendanaan. Hubungan antara kebijakan dividen (X_1) dengan kebijakan pendanaan (Y_2) ditunjukkan dengan arah hubungan negatif. Hasil pengujian pada penelitian ini sesuai dengan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992). Perusahaan melakukan *trade off* antara dividen dan tagihan tetap dari hutang. Dividen yang tinggi mencerminkan perusahaan tidak memiliki *potential investment opportunity*, hal ini biasanya terjadi pada perusahaan yang *non-growth* sehingga *leverage* akan rendah (Gaver & Gaver, 1993). Sehingga hubungan *leverage* dengan dividen negatif.

Arah hubungan hasil penelitian ini bertentangan dengan

hasil penelitian Myers (1977) yang mengatakan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi leverage (hubungan positif), dan kebijakan leverage tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh keputusan akuntansi perusahaan (Hartono, 2000).

Hubungan antara perubahan harga saham (X2) dengan kebijakan pendanaan (Y2) adalah positif tidak signifikan, artinya naik turunnya harga saham perusahaan manufaktur dari satu periode ke periode berikutnya tidak berpengaruh terhadap keputusan pendanaan perusahaan yang bersangkutan. Ketidaksignifikansi hubungan tersebut dimungkinkan karena data perubahan harga yang terjadi pada 240 perusahaan sampel lebih banyak mengalami perubahan negatif sehingga dampaknya terhadap rasio nilai pasar terhadap nilai buku hutang terhadap ekuitas relatif kecil.

Arah hubungan ini meskipun tidak signifikan mengindikasikan bahwa harga saham yang merupakan cerminan nilai perusahaan memiliki keterkaitan dengan kebijakan pendanaan. Ketidaksignifikanan hubungan dikarenakan perubahan harga saham yang terjadi tidak direspon positif oleh nilai buku maupun nilai pasar dari rasio hutang terhadap ekuitas perusahaan.

Hubungan antara pertumbuhan riil perusahaan (Y1) dengan kebijakan pendanaan (Y2) adalah positif tidak signifikan, realisasi pertumbuhan perusahaan baik dari aspek pertumbuhan penjualan, laba, aset, dan ekuitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan yang dijalankan perusahaan. Ketidaksignifikanan hubungan tersebut dimungkinkan karena data realisasi pertumbuhan perusahaan manufaktur selama sepuluh tahun amatan cenderung lebih banyak bertumbuh negatif atau terjadi kelesuan usaha. Kondisi ini berdampak terhadap kebijakan pendanaan untuk membiayai investasi perusahaan baik dari pendanaan internal maupun eksternal menjadi kurang bergairah.

Sementara setiap perusahaan berharap bahwa realisasi pertumbuhan dari tahun ke tahun terus meningkat atau bertumbuh positif, karena pertumbuhan perusahaan mengisyaratkan adanya peluang investasi di masa depan. Pertumbuhan perusahaan yang berkelanjutan (Sharpie, 1991) adalah tingkat dimana penjualan perusahaan dapat tumbuh tergantung pada dukungan aset terhadap peningkatan penjualan dan bagaimana dana yang tersedia berupa (*current liabilities, debt, retained earnings* dan *new sales*) terhadap pertumbuhan aset, dengan asumsi bahwa perusahaan mau dan mampu menyediakan *new debt* dan *new equity*. Asumsi ini untuk

mengatasi keterbatasan financial terhadap pertumbuhan. Jogiyanto (2002) mengemukakan bahwa pertumbuhan asset perusahaan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan yaitu manajemen maupun eksternal perusahaan seperti investor dan kreditur. Pertumbuhan merupakan aspek positif bagi perusahaan karena adanya suatu harapan adanya kesempatan investasi di perusahaan tersebut.

Hubungan antara pertumbuhan riil perusahaan (Y1) terhadap IOS (Y3) adalah positif tidak signifikan, artinya tidak ada pengaruh antara realisasi pertumbuhan perusahaan baik dari aspek pertumbuhan penjualan, laba, aset, dan ekuitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi (IOS) di masa depan. Kondisi ini dimungkinkan karena realisasi pertumbuhan yang terjadi sangat memprihatinkan artinya perusahaan lebih banyak bertumbuh negatif sehingga tidak berpotensi terjadinya peluang investasi di masa depan.

Hubungan positif meskipun tidak signifikan antara pertumbuhan riil perusahaan (Y1) terhadap IOS (Y3) mengisyaratkan bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki margin, laba dan penjualan yang tinggi pula (Porter, 1980). Hal ini merupakan berita baik bagi investor, sehingga perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar (Vogth, 1997).

Hubungan kebijakan pendanaan (Y2) terhadap IOS (Y3) adalah negatif tidak signifikan, artinya kebijakan pendanaan tidak berpengaruh terhadap IOS (Y3). Dalam kaitannya dengan arah hubungan ke dua variabel pada penelitian ini yang menunjukkan arah negatif, hal ini memberikan dukungan terhadap *Pecking order Theory* menyatakan bahwa perusahaan memprioritaskan pendanaan kesempatan investasi dengan pendanaan internal baru dilanjutkan pendanaan dari eksternal. Hal ini senada dengan *contracting hypothesis* menyatakan pendanaan perusahaan bertumbuh lebih banyak bersumber dari internal yaitu laba ditahan dari pada sumber eksternal yakni hutang dan penerbitan saham.

Hubungan kebijakan dividen (X1) sebagai variabel *dummy* terhadap IOS (Y3) adalah positif tidak signifikan, artinya tidak ada perbedaan pengaruh antara informasi keputusan membayar dividen dengan tidak membayar dividen perusahaan manufaktur terhadap kesempatan investasi di masa depan (IOS). IOS mencerminkan nilai perusahaan sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hubungan positif antara kebijakan dividen (X1) dengan IOS (Y3) meskipun tidak signifikan sejalan dengan *signaling theory*

bahwa perusahaan yang bertumbuh akan membayar dividen yang tinggi. Hubungan positif tersebut dapat diartikan bahwa pembayaran dividen perusahaan manufaktur memberikan signal positif adanya prospek pertumbuhan (IOS) yang baik di masa mendatang. Apabila signal meningkat akibat disparitas informasi antara manajemen dan investor, maka perusahaan dengan disparitas informasi yang besar yaitu perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil akan membayar dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Bhattacharya, 1979).

Hubungan perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) adalah positif tidak signifikan, artinya kebijakan pendanaan tidak berpengaruh terhadap set peluang investasi di masa depan. Sedangkan arah hubungan perubahan harga saham (X2) terhadap IOS (Y3) adalah positif dan tidak signifikan. Positif artinya setiap perubahan harga saham dari waktu ke waktu yang menunjukkan trend positif memberikan sinyal positif bagi investor bahwa ada potensi pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Ketidaksignifikanan hubungan lebih dikarenakan faktor data perusahaan yang memiliki variabilitas yang tinggi antar data tahun per tahunnya dan antar data satu perusahaan manufaktur dengan perusahaan manufaktur lainnya.

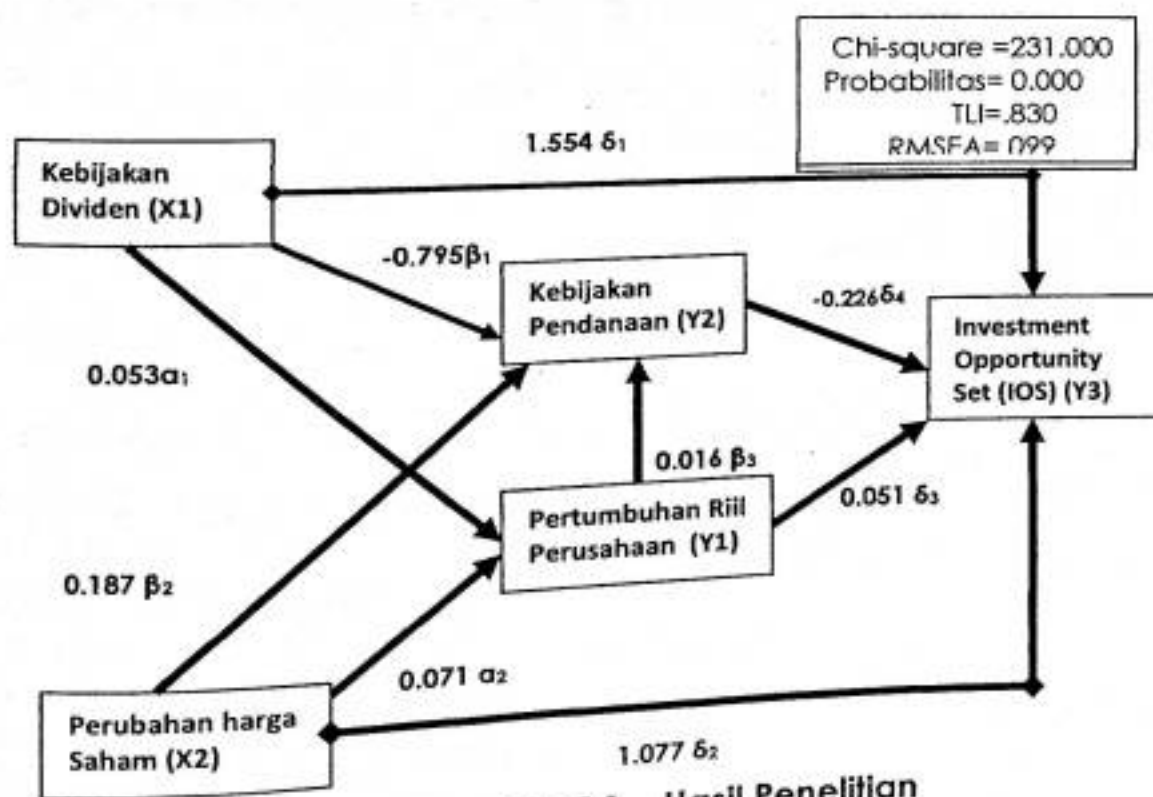
Secara keseluruhan hasil penelitian ini menunjukkan adanya hubungan meskipun tidak signifikan antara kebijakan dividen (X1), kebijakan pendanaan (Y2) dengan IOS (Y3) membuktikan kebenaran penelitian terdahulu Gaver & Gaver (1993) yang menyatakan bahwa IOS memiliki keterkaitan dengan kebijakan yang dibuat oleh manajemen, diantaranya adalah kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen.

Hasil penelitian sebelumnya (Subekti, 2001; Risanty, 2004) menemukan ada pengaruh antara pertumbuhan perusahaan dengan struktur modal. Secara teori dikatakan struktur modal akan mempengaruhi harga saham menurut Brigham (2001:24) selama tingkat utang yang lebih tinggi menaikkan laba per saham yang diharapkan, *leverage* bekerja sebagai pengungkit harga saham. Namun tingkat utang yang lebih tinggi akan meningkatkan risiko perusahaan yang menaikkan biaya ekuitas dan selanjutnya menurunkan harga saham.

Jadi secara keseluruhan hasil pengujian dapat dinyatakan bahwa pengaruh antara kebijakan dividen, perubahan harga saham, dan pertumbuhan riil perusahaan terhadap IOS adalah tidak signifikan. Beberapa hal berikut dapat sebagai pemberi kontribusi terhadap ketidak signifikanan hasil pengujian pada penelitian ini dikarenakan kondisi ekonomi selama periode

pengamatan yang mengalami dua kali krisis yang berdampak pada perusahaan, tidak diklasifikasikan data perusahaan berdasarkan tumbuh atau tidak tumbuh, tidak dipisahkan antara perusahaan yang *active trading* atau tidak *active*, tidak melihat *size* perusahaannya, dan proksi *IOS* yang digunakan belum ada yang mewakili dari proksi berbasis varian. Dengan beberapa keterbatasan tersebut diperkirakan mengakibatkan ketidaksignifikanan hasil pengujian.

Koefisien regresi hasil penelitian seperti yang termuat pada Tabel 5.9. tersebut jika dimasukkan pada analisis jalur (*path analysis*) penelitian ini dapat dilihat pada Gambar 5.1 berikut.



BAB VI

PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

A. Analisis dan Implikasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap *Investment Opportunity Set*

Kebijakan dividen sebagai variabel eksogen *dummy* secara statistik hasil penelitian menunjukkan hubungan positif tidak signifikan terhadap *IOS*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa tidak ada perbedaan pengaruh bagi perusahaan yang menetapkan kebijakan untuk membayar dividen ataupun tidak membayar dividen kepada para pemegang saham atau investor terhadap set kesempatan investasi di masa depan (*IOS*). Karena hubungannya tidak signifikan berarti bayar atau tidak bayar dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan yang ditunjukkan dari proksi *IOS*.

Analisis dari hasil penelitian ini adalah setiap rupiah pembayaran dividen akan mengurangi laba ditahan yang digunakan untuk membeli aktiva baru. Laba ditahan yang hilang harus ditutup dengan menjual saham baru. Pembeli saham baru menghendaki dividen dan pembayaran dividen tersebut akan mengurangi nilai sekarang dari dividen yang akan diterima pemegang saham lama sejumlah yang sama dengan dividen yang

mereka terima saat ini. Sehingga keputusan membayar atau tidak membayar dividen tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Jadi kebijakan dividen tidak akan mempengaruhi kesejahteraan para pemegang saham.

Hal ini sesuai dengan teori ketidakrelevanan dividen (*Dividend Theory irrelevant*) yang sering dikenal dengan teori M&M, karena teori ini dikemukakan oleh Modigliani & Miller. Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Mereka menyatakan bahwa berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

Kebijakan dividen dikatakan tidak relevan, dikarenakan setiap pemegang saham dapat membeli dan menjual saham, sehingga para investor dapat menyusun kebijakannya sendiri tanpa mengeluarkan biaya. Keputusan investasi merupakan hal yang paling utama untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi (Fama, 1978). Hal ini berarti bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller:1968).

Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori *bird-in-the-hand* atau teori dividen relevan yang dikemukakan Gordon-Litner yang menyatakan dividen yang relevan. Pembayaran dividen dapat menghilangkan kebingungan mereka mengenai keuntungan perusahaan. Dividen diterima menurut dasar periode berjalan, sementara prospek realisasi keuntungan modal diperoleh di masa depan. Pendapat ini mencoba untuk membantah pendapat ketidak relevanan dividen. Dengan kata lain, para investor dapat dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Oleh karena itu, para investor melakukan investasi pada perusahaan yang melakukan pembayaran dividen karena dapat menghilangkan keraguan akan keuntungan perusahaan lebih cepat daripada perusahaan yang melakukan investasi pada perusahaan yang tidak membayar dividen. Karena para investor lebih memilih pembayaran dividen. Mereka tidak akan keberatan untuk membayar harga yang lebih tinggi untuk saham yang menawarkan dividen lebih besar. Jadi menurut teori ini menyatakan ada keterkaitan yang kuat antara kebijakan dividen dan IOS.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Gaver & Gaver (1993) dan Sami. dkk (1999) dilihat dari arah hubungannya tapi berbeda tingkat signifikansinya. Hasil penelitian ini menunjukkan

hubungan yang tidak signifikan berarti tidak ada pengaruh antara kebijakan dividen terhadap IOS, sedangkan hasil penelitian Gaver & Gaver (1993) dan Sami. dkk (1999) menemukan adanya hubungan negatif dan signifikan antara IOS dengan *dividend yield ratio* dan menemukan hubungan positif dan tidak signifikan antara IOS dengan *dividend payout ratio*. Perbedaannya terletak pada indikator konstruk yang dipakai untuk mengukur kebijakan dividen yakni menggunakan *dividend yield ratio* dan *dividend payout ratio* sedangkan penelitian ini kebijakan dividen ditetapkan sebagai *dummy* berdasarkan keputusan membayar dan tidak membayar dividen secara rutin setiap tahunnya yang diputuskan oleh perusahaan sampel. Perbedaan lainnya terhadap penelitian Gaver & Gaver (1993) dan Sami.dkk (1999) adalah pada penetapan kedudukan variabel eksogen dan endogen dimana IOS sebelumnya ditetapkan sebagai variabel eksogen dan pada penelitian ini sebagai variabel endogen, begitu sebaliknya untuk variabel kebijakan dividen. Namun demikian karena hasil penelitian ini menunjukkan tingkat hubungan positif dan tidak signifikan, maka tidak ada perbedaan pengaruh kebijakan dividen terhadap IOS.

Implikasi penelitian ini terhadap investor dalam mengambil keputusan investasi di masa depan tidak perlu merisaukan dibayar dan tidak dibayarnya dividen oleh emiten, karena kebijakan

dividen tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. Jadi yang lebih utama diperhatikan adalah apakah investasi yang akan dilakukan mampu menghasilkan keuntungan yang sesuai dengan risiko yang ditanggung investor.

Implikasi hasil penelitian terhadap manajer perusahaan bahwa dalam mengambil keputusan utama perusahaan yang terpenting adalah keputusan investasi (*investment decision*) baru diikuti dengan keputusan pendanaan (*financing decision*) dan kebijakan dividen. Karena dalam kenyataannya para manajer lebih banyak terfokus pada keputusan pendanaan dan kebijakan dividen sedangkan keputusan investasi lebih banyak terabaikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

Implikasi terhadap para peneliti menegaskan bahwa hasil penelitian ini mendukung teori ketidakrelevanan dividen atau teori M&M yakni tidak ada perbedaan pengaruh kebijakan dividen terhadap keputusan investasi di masa depan. Jadi jika ada hasil penelitian yang mengungkapkan adanya hubungan dan pengaruh antara kebijakan dividen terhadap IOS berarti menggunakan teori lain.

Menurut pandangan peneliti terkait dengan keputusan membayar dan tidak membayar dividen untuk memutuskan

membayar atau tidak membayarkan dividen secara rutin oleh perusahaan misal *cash dividend* akan merugikan pihak investor dari aspek ekonomi atas *time value of money* dari dividen yang diharapkan diterima. Menurut peneliti *cash dividend* yang tidak segera dibayarkan oleh perusahaan memiliki implikasi terhadap *time value of money* dari nilai *cash dividend* itu sendiri.

Seperti *cash dividend* yang diterima investor saat ini memiliki nilai yang berbeda dengan *cash dividend* yang baru akan diterima dua-tiga atau beberapa tahun lagi tergantung dari kebijakan perusahaan untuk membayar atau tidak membayarkan dividen. *Cash dividend* yang telah diterima oleh investor dapat diinvestasikan kembali pada aktivitas produktif yang dapat menghasilkan *return* yang tinggi. Disamping itu *cash dividend* yang sudah diterima memiliki *future value* lebih tinggi dibandingkan dengan *cash dividend* yang baru akan diterima beberapa tahun yang akan datang yang tidak ada kepastian waktunya karena adanya *conflict of interest* antara manajer perusahaan dengan investor. Adanya unsur ketidakpastian waktu kapan dividen akan dibayar berimplikasi pada tingkat risiko yang akan diterima investor. Semakin lama periode ketidakpastian waktu, maka semakin tinggi tingkat risiko yang akan diterimanya.

Jadi dengan dibayarkan *cash dividend* secara rutin menurut peneliti dapat memberikan manfaat jauh lebih besar dibandingkan dengan yang tidak dibayarkan oleh perusahaan. Manfaat yang diperoleh adalah: 1). Penghasilan yang diterima oleh investor nyata karena sudah ditangan; 2). Meminimkan tingkat resiko karena faktor ketidak pastian waktu yang tidak bisa diprediksikan apa yang akan terjadi selama periode waktu tertentu tersebut; 3). Memiliki peluang investasi yang lebih banyak karena *cash dividend* yang diterima bisa di reinvestasi; 4). Memiliki *future value* yang lebih tinggi karena adanya *time value of money* ; 5). Meningkatkan *cash turn over* investor.

Kebijakan pembayaran dividen dapat dilakukan secara rutin, jika perusahaan menerapkan kebijakan dividen yang optimal. Kebijakan dividen yang optimal dengan memperhatikan keseimbangan antara unsur keuntungan pembayaran dividen dan biaya pembayarannya. Keuntungan kebijakan pembayaran dividen adalah dapat menurunkan biaya agen, disisi lain dengan dibayarkannya dividen menipiskan laba ditahan perusahaan yang pada akhirnya harus mencari sumber pendanaan dari luar dengan biaya pembayaran yang mahal.

B. Analisis dan Implikasi Pengaruh Perubahan Harga Saham Terhadap *Investment Opportunity Set*

Output penelitian menunjukkan hubungan positif tidak signifikan antara perubahan harga saham dan *IOS* yang berarti perubahan harga saham tidak berpengaruh terhadap *IOS*. Keputusan investasi di masa depan tidak dipengaruhi oleh perubahan harga saham, dengan kata lain nilai perusahaan tidak ditentukan oleh perubahan harga saham tetapi lebih ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari investasi yang dilakukan sesuai dengan tingkat risiko yang ditanggungnya. Hasil penelitian ini lebih menegaskan kembali dukungannya terhadap teori M & M.

Ketidak-signifikan hubungan dikarenakan kondisi ekonomi Indonesia selama periode amatan yakni 1998-2007 terjadi dua kali krisis ekonomi yakni pada pertengahan tahun 1997 sampai tahun 1998 dan pada akhir tahun 2007 yang tentunya berdampak pada nilai perusahaan manufaktur sampel penelitian ini. Nilai perusahaan dapat diindikasikan dari harga saham. Dengan adanya kondisi ekonomi yang kurang menguntungkan tersebut berdampak pada fluktuasi perubahan harga-harga saham perusahaan manufaktur selama sepuluh

tahun terakhir cenderung mengalami penurunan. Kondisi tersebut dimungkinkan sebagai penyebab ketidaksignifikanan pengaruh perubahan harga saham terhadap IOS. Sehingga perubahan harga saham tidak mempengaruhi set kesempatan investasi dimasa depan, jadi nilai perusahaan bukan ditentukan oleh perubahan harga saham melainkan ditentukan oleh keputusan investasi, artinya hasil penelitian ini menegaskan dukungannya terhadap teori M & M.

Oleh karena itu hasil penelitian ini bertentangan dengan teori dan hasil penelitian sebelumnya seperti penelitian yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Riahi-Belkoui (2001) dan Gul et al. (2003), Subekti dan Kusuma (2000) yang menemukan adanya hubungan positif dan signifikan antara set kesempatan investasi (IOS) dengan harga saham. Secara teori terdapat hubungan positif karena setiap terjadi perubahan harga saham akan memberikan signal terhadap investor. Harga pasar saham perusahaan mencerminkan pusat pertimbangan dari semua peserta pasar terhadap nilai dari perusahaan tertentu. Di dalamnya dipertimbangkan pendapatan per lembar saham sekarang dan di masa yang akan datang, waktu, lamanya, dan resiko dari pendapatan tersebut, kebijakan dividen perusahaan, dan faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi harga pasar saham

itu. Harga pasar saham merupakan ukuran indeks prestasi keberhasilan suatu perusahaan.

Pemegang saham yang tidak puas dengan prestasi manajemen akan menjual sahamnya dan menanamkan diperusahaan lain. Akibat tindakan yang dilakukan para pemegang saham yang tidak puas ini maka akan menekan dan menyebabkan harga pasar per saham yang dilepas tersebut menurun. Jadi naik turunnya nilai saham merupakan salah satu indeks ukuran keberhasilan perusahaan. Sehingga memaksimalkan nilai saham perusahaan dijadikan sebagai tujuan utama perusahaan. Nilai saham juga digunakan sebagai dasar pemikiran tentang prospek pertumbuhan perusahaan. Semua penjelasan tentang hasil penelitian peneliti sebelumnya yang menunjukkan adanya pengaruh antara *IOS* dengan harga saham menggunakan konsep teori yang berbeda dengan yang digunakan pada penelitian ini.

Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa untuk mengambil keputusan investasi di masa depan, perubahan harga saham bukan merupakan satu-satunya faktor yang perlu dipertimbangkan. Karena perubahan harga saham tidak mempengaruhi *IOS*.

Implikasi hasil penelitian bagi manajer perusahaan adalah bahwa di masa depan lebih memperhatikan keputusan investasi yang mampu menghasilkan aliran dana yang menguntungkan dan perubahan harga saham bukan merupakan faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Kemampuan manajer perusahaan untuk menangkap peluang-peluang investasi merupakan hal yang penting untuk memperoleh *return* yang menguntungkan sesuai dengan tingkat risiko yang diterima. Sedangkan implikasi hasil penelitian bagi para peneliti selanjutnya adalah jika menemukan hubungan positif signifikan antara perubahan harga dengan IOS berarti menggunakan konsep teori lain.

Menurut pandangan peneliti terkait dengan informasi perubahan harga saham pengaruhnya terhadap kesempatan investasi dimasa mendatang (*IOS*) bagi investor yang pertama bahwa analisis sekuritas secara teknikal maupun analisis fundamental masih perlu dilakukan. Analisis teknikal dilakukan dengan meramalkan pergerakan harga saham masa depan untuk mengidentifikasi *trend* yang muncul mirip masa lalu. Sedangkan analisis fundamental dilakukan dengan menaksir nilai sebenarnya/*intrinsic* aset keuangan sama dengan nilai sekarang (*present value*) dengan tingkat diskonto yang tepat dari aliran yang

diharapkan diterima oleh investor. Selanjutnya nilai sebenarnya tersebut dibandingkan dengan harga pasar dari sekuritas tersebut (*overvalued/undervalued*).

Kedua, para investor untuk lebih cermat dalam menilai suatu perusahaan tidak hanya dari aspek harga saham. Kejelian investor untuk menilai perusahaan-perusahaan yang memiliki potensi tumbuh, kemampuan perusahaan menangkap peluang dan kemampuan mengatasi berbagai masalah internal dan eksternal merupakan modal dasar untuk melakukan investasi yang menguntungkan dengan tingkat risiko tertentu.

Perusahaan yang sedang tumbuh memiliki harga saham yang lebih besar dari nilai bukunya. Jadi, semakin besar selisih harga saham perusahaan terhadap nilai bukunya menandakan perusahaan tersebut memiliki potensi pertumbuhan yang semakin besar pula. Berarti peluang perusahaan berinvestasi di masa depan semakin besar pula. Tentunya peluang-peluang ini didapatkan dari kemampuan perusahaan dalam mengatasi perubahan-perubahan yang terjadi di internal maupun eksternal perusahaan. Kemampuan menangkap perubahan yang terjadi dan menjadikan ini sebagai suatu kesempatan investasi yang baik untuk dilaksanakan dalam meraih keuntungan yang terus meningkat. Sebaliknya perusahaan yang tidak siap dalam

mengatasi perubahan yang terjadi akan mengalami kesulitan dalam menangkap investasi yang menguntungkan pada saat terjadi perubahan tersebut.

C. Analisis dan Implikasi Pengaruh Pertumbuhan Riil Perusahaan Terhadap *Investment Opportunity Set*

Output penelitian menunjukkan bahwa antara pertumbuhan riil perusahaan memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap IOS, berarti pertumbuhan riil perusahaan tidak berpengaruh terhadap IOS. Artinya prospek perusahaan bertumbuh tidak direspon secara kuat sebagai suatu prospek yang menguntungkan/positif karena investasi yang ditanamkan diharapkan memberi *return* yang tinggi.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Vogt (1997), Nugroho dan Hartono (2002) yang menegaskan bahwa perusahaan yang bertumbuh akan direspon positif oleh pasar. Realisasi pertumbuhan sendiri terbagi menjadi empat macam yakni pertumbuhan penjualan, pertumbuhan laba, pertumbuhan aktiva, dan pertumbuhan nilai buku ekuitas. Ke empat macam realisasi pertumbuhan tersebut sebagai basis pengujian IOS. Jadi realisasi

pertumbuhan ditunjukkan dari pertumbuhan nilai buku aktiva dan nilai buku perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi investor adalah pertumbuhan perusahaan yang dicapai saat ini bukan merupakan faktor yang mempengaruhi keputusan investasi di masa depan. Pengaruh pertumbuhan riil perusahaan adalah tidak signifikan terhadap *IOS*, artinya nilai perusahaan tidak ditentukan oleh faktor pertumbuhan riil perusahaan tetapi lebih pada keputusan investasi itu sendiri sehingga untuk melakukan investasi perlu mempertimbangkan faktor lainnya diluar pertumbuhan riil perusahaan.

Implikasi hasil penelitian bagi manajer perusahaan yang dipercaya sebagai pengelola bisnis perusahaan untuk lebih hati-hati dalam menetapkan keputusan investasi dari sekian banyak alternatif investasi yang menguntungkan dengan tingkat risiko tertentu dan pertumbuhan riil perusahaan bukan merupakan faktor yang signifikan berpengaruh terhadap kesempatan berinvestasi di masa depan. Ketepatan dalam memilih investasi yang menguntungkan itulah sebagai penentu nilai perusahaan. Sedangkan implikasi hasil penelitian bagi para peneliti selanjutnya adalah jika terdapat hasil penelitian yang memberikan bukti adanya pengaruh yang signifikan antara pertumbuhan riil perusahaan dengan *IOS* berarti mengacu pada konsep teori lain.

Menurut pendapat peneliti terkait dengan hubungan antara pertumbuhan riil yang dinilai dari empat aspek penjualan, laba, aset, dan ekuitas dengan IOS lebih melihat pada realita dilapangan. Artinya ditinjau harapan dari setiap pebisnis dan investor bahwa mereka pada umumnya menghendaki adanya pertumbuhan perusahaan dari satu periode ke periode selanjutnya, karena perusahaan yang bertumbuh menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik. Jadi pertumbuhan riil perusahaan merupakan realisasi pertumbuhan yang sebenarnya diterima oleh perusahaan. Jadi bukan lagi merupakan suatu prediksi pertumbuhan yang diharapkan akan tetapi merupakan kenyataan yang terjadi hasil perencanaan yang dibuat sebelumnya. Perusahaan dengan pertumbuhan riil positif merupakan indikator keberhasilan atau hasil yang dicapai dalam operasional perusahaan selama periode tertentu. Pentingnya *stake holder* mempertimbangkan pertumbuhan riil perusahaan adalah sebagai patokan jawaban atas ketidakpastian dalam investasi, dimana antara *return* dan *risk* yang diharapkan sering tidak sama dengan kenyataannya.

D. Analisis dan Implikasi Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap *Investment Opportunity Set*

Output hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif -0.019 dan tidak signifikan antara kebijakan pendanaan dengan IOS, berarti keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap IOS. Ketidak signifikanan pada penelitian ini dikarenakan mayoritas range nilai rasio kebijakan pendanaan secara rata-rata nilainya sangat kecil yakni mendekati nol atau kisaran nilai 0.1 . Dari 240 perusahaan terdapat 154 atau 64.14% dengan nilai rata-rata rasio hutangnya mendekati angka nol. Sedangkan mayoritas rata-rata nilai rasio proksi IOS perusahaan terdistribusi relatif merata dikisaran angka $2 - 4$. Artinya nilai rata-rata rasio hutang yang cenderung mendekati nol jika diregresikan dengan rasio IOS akan memberikan hasil koefisien yang relative kecil dan tidak signifikan.

Hasil penelitian ini sebagai dukungan pembuktian secara empiris terhadap teori *financing decision irrelevant* oleh Modigliani & Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan atau ketidakrelevanan keputusan pendanaan (*financing decision irrelevant*). Dengan mengasumsikan bahwa tidak ada pajak

perusahaan maupun pajak individu, serta dengan mendasarkan asumsi misal saham dan obligasi diperdagangkan di pasar sempurna, risiko bisnis diukur dengan standar deviasi EBIT dan perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat risiko bisnis yang sama dianggap memiliki kelas risiko yang homogen. Manajer dan semua investor memiliki informasi (*symmetric informations*) yang sama mengenai prospek perusahaan di masa depan dan manajer selalu berusaha untuk memaksimalkan kekayaan para *stakeholder*. Lebih lanjut berdasarkan teori MM maka nilai perusahaan tidak tergantung pada tingkat *leverage* (hutang) perusahaan dan biaya modal perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modal atau dengan kata lain tidak ada struktur modal yang optimal bagi perusahaan.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk memiliki proyek-proyek investasi. Oleh karena itu, perusahaan berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau hirarki yang paling menguntungkan dan tidak berdasarkan pada struktur modal yang ditargetkan.

Dalam melakukan keputusan akan struktur modal, perusahaan dapat menggunakan target *capital structure* atau mengikuti hirarki dari pendanaan yang dimulai dari laba ditahan, diikuti pendanaan dari hutang, dan yang terakhir pendanaan eksternal ekuitas (*pecking order*). Berarti kondisi penelitian ini tidak berlaku untuk asumsi *pecking order theory* yaitu: 1). Pihak manajer perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai kondisi perusahaan daripada investor luar (*Assymetrics Informations*), 2). Pihak manajer melakukan tindakan yang terbaik bagi para pemegang saham.

Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian sebelumnya, Smith dan Watts (1992) dan Gaver dan Gaver (1993) yang telah membuktikan adanya keterkaitan antara *IOS* dengan kebijakan pendanaan perusahaan. Hasil penelitian Smith menemukan bahwa pada perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, sedangkan Gaver & Gaver berhasil mengungkap bahwa perusahaan bertumbuh memiliki rasio *debt to equity* yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak bertumbuh.

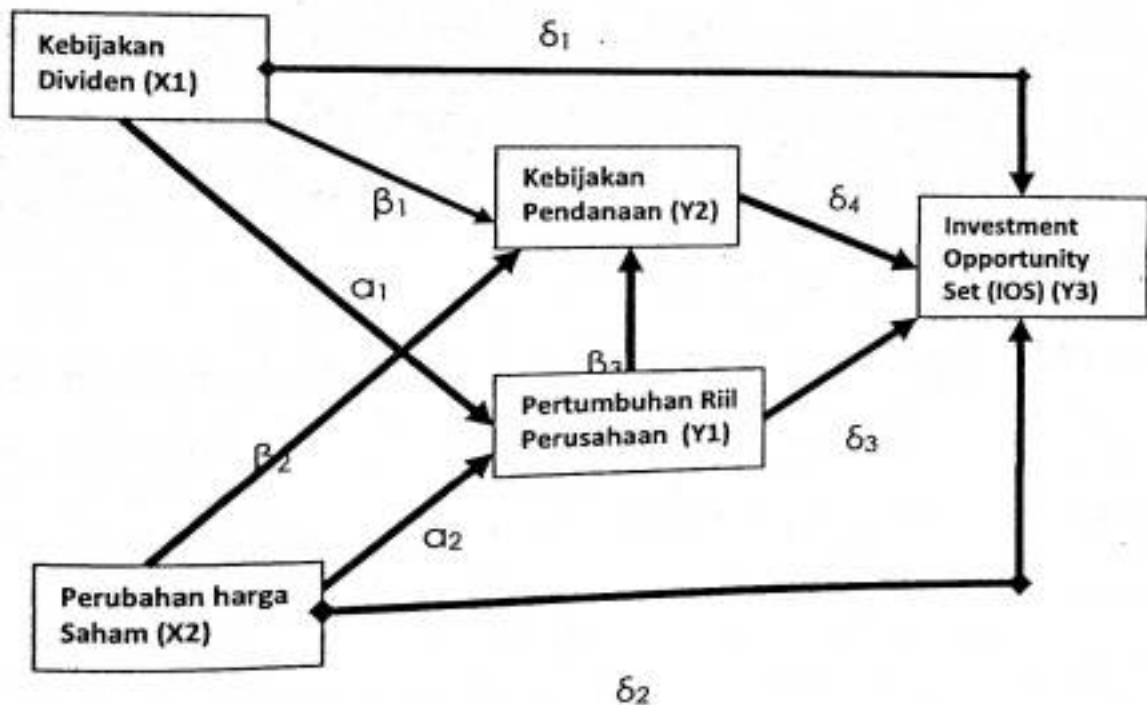
Implikasi hasil penelitian bagi investor bahwa untuk melakukan investasi di masa depan tidak perlu merisaukan

masalah kebijakan pendanaan yang diambil perusahaan, karena kebijakan pendanaan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi yang menguntungkan di masa depan. Begitu juga implikasi hasil penelitian bagi para manajer perusahaan adalah dengan menanamkan pemahaman bahwa keputusan utama yang terpenting bagi perusahaan adalah keputusan investasi. Keputusan investasi yang menguntungkan sesuai tingkat risiko tertentu itu sendiri yang akan menunjukkan nilai suatu perusahaan dan yang dapat memberi kemakmuran bagi para pemegang saham. Hal utama yang perlu diperhatikan oleh manajer dalam melakukan investasi di masa depan adalah besar kecilnya *return* yang dihasilkan dari kegiatan investasi yang diukur dari nilai *present value* dari penerimaan-penerimaan kas di masa depan. Selain itu juga perlu diperhatikan tingkat risiko dari investasi yang dipilih. Jadi keputusan investasi tidak lagi mendasarkan pada kebijakan pendanaan atau struktur modal yang digunakan untuk investasi.

Sedangkan implikasi hasil penelitian bagi para peneliti selanjutnya adalah untuk mencermati hasil penelitian yang diperolehnya jika menyatakan kebijakan pendanaan berpengaruh terhadap *IOS* berarti penelitian tersebut bukan menggunakan konsep teori ketidakrelevanan struktur modal dari

Modigliani & Miller melainkan menggunakan pecking order theory atau *trade of theory*.

Jadi secara keseluruhan hasil penelitian ini membuktikan bahwa berdasarkan analisis SEM dengan program AMOS 16.0 dengan jumlah observasi 240 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia menunjukkan tidak ada pengaruh antara kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, kebijakan pendanaan terhadap IOS seperti yang ditunjukkan pada jalur path pada Gambar 6.1 berikut.



Gambar 6.1 Jalur Path Penelitian

E. Keterbatasan Penelitian

1. Penelitian tidak memperhitungkan faktor risiko pasar

Penelitian tentang faktor penentu IOS yang peneliti lakukan masih jauh dari sempurna, dimana kegiatan investasi yang dilakukan oleh para investor merupakan kegiatan mengorbankan rupiah atau dolar sekarang untuk rupiah atau dolar pada masa depan. Ada dua atribut yang melekat dalam investasi yakni waktu dan risiko. Kedua aspek tersebut belum dimasukkan dalam model penelitian. Artinya penelitian ini tidak memperhatikan risiko pasar dan *time value of money* sebagai indikator set kesempatan investasi (*Investment opportunity Set*). Keterbatasan ini dapat mengurangi daya prediksi dalam penentuan faktor IOS.

2. Mengabaikan faktor makro ekonomi misal inflasi, tingkat suku bunga

Penelitian ini juga tidak mempertimbangkan faktor makro ekonomi seperti inflasi, tingkat suku bunga. Keterbatasan ini juga akan mengurangi daya prediksi atas naik turunnya perubahan harga saham karena faktor makro ekonomi merupakan variabel yang berpengaruh secara sistematis terhadap pencapaian keuntungan perusahaan. Terlebih investasi yang terjadi di pasar

modal lebih berisiko dibandingkan dengan investasi di pasar uang. Seperti diketahui bahwa pasar modal sebagai lembaga penghimpun dana jangka panjang, merupakan alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan melalui penjualan saham. Pasar modal berfungsi untuk menjembatani para pemodal yang memiliki kelebihan dana, dengan kepentingan emiten yakni perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang membutuhkan dana investasi dalam bentuk saham. Sehingga kondisi makro ekonomi sangat berperan terhadap bergairah dan tidaknya kegiatan investasi di pasar modal Indonesia.

3. Penentuan syarat data yang digunakan

Penentuan syarat data yang digunakan yakni tidak memiliki laba dan ekuitas negatif mengakibatkan terbatasnya sampel yang digunakan, karena banyak perusahaan manufaktur yang tidak memenuhi kriteria sebagai sampel. Selain itu penelitian ini tidak melakukan klasifikasi perusahaan berdasarkan tumbuh dan tidak tumbuh, ukuran perusahaan, aktif dan tidak aktif *trading*, serta belum menggunakan proksi IOS berbasis varian. Keterbatasan ini dimungkinkan akan mengurangi daya prediksi hasil penelitian.

BAB VII

SIMPULAN DAN SARAN

A. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian sebagaimana dibahas pada bab sebelumnya maka dapat disimpulkan bahwa tujuan penelitian tercapai dan hipotesis terbukti sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen, perubahan harga saham tidak memiliki pengaruh langsung (*direct effect*) terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
2. Kebijakan dividen, perubahan harga saham tidak memiliki pengaruh tidak langsung (*indirect effect*) melalui pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
3. Pertumbuhan riil perusahaan dan kebijakan pendanaan tidak berpengaruh langsung (*direct effect*) terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
4. Pertumbuhan riil perusahaan tidak berpengaruh secara tidak langsung (*indirect effect*) melalui kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang *listing* pada BEI.
5. Secara keseluruhan tidak ada pengaruh (*total effect*) antara kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil

- perusahaan, dan kebijakan pendanaan terhadap IOS perusahaan manufaktur yang listing pada BEI.
6. Seluruh proksi IOS yang digunakan yakni *Rasio market to book value equity*; *Rasio Market to book value of asset*; *Rasio Firm value to book value of property, plant and equipment*; *Rasio Capital expenditure to book value of assets* valid dan reliabel sebagai pemrediksi adanya peluang investasi di masa depan kecuali pada *Price Earning Ratio* dan *Capital expenditure to market value of asset*.
 7. Hasil penelitian memberi bukti empiris terhadap teori ketidakrelevanan dividen dan teori ketidakrelevanan struktur modal yang dikemukakan oleh Modigliani & Miller yang membuktikan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen dan struktur modalnya. Nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dan kemampuan untuk menghasilkan keuntungan dari kegiatan investasi. Juga membuktikan bahwa diantara kebijakan keputusan lintas utama perusahaan yakni kebijakan dividen, kebijakan pendanaan, dan kebijakan investasi tidak terdapat hubungan yang signifikan diantaranya.

B. Saran

Sebagai bahan pertimbangan lebih lanjut disarankan kepada:

1. Investor dalam mengambil keputusan investasi di masa depan untuk lebih cermat dengan tidak lagi terfokus pada pertimbangan kebijakan dividen, perubahan harga saham, pertumbuhan riil perusahaan, dan kebijakan pendanaan karena faktor-faktor tersebut tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi. Investor diharapkan lebih memperhatikan *net present value* dari *return* investasi yang menguntungkan dengan risiko yang sesuai.
2. Manajer perusahaan dalam menjalankan operasional perusahaan terkait tiga keputusan utama di bidang keuangan untuk lebih berhati-hati dan dituntut untuk dapat menyeimbangkan antara keputusan yang dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham dan keputusan yang dapat memotivasi kerja manajemen perusahaan. Kemakmuran para pemegang saham diindikasikan oleh nilai perusahaan. Nilai perusahaan dicerminkan dengan nilai proksi *IOS*, sehingga kebijakan keputusan utama yang harus dilakukan manajer yang pertama adalah keputusan investasi dan baru diikuti dengan

- keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.
3. Para peneliti selanjutnya dapat mengembangkan model gabungan IOS dengan menambah proksi IOS lainnya yakni yang berbasis varian, atau dengan mengembangkan model penelitian dengan memasukkan variabel risiko pasar dan kondisi makro ekonomi Indonesia. Pengembangan penelitian dapat dilakukan berdasarkan pada perspektif teori ketidakrelevanan dividen atau dengan perspektif teori lain yakni teori dividen relevan atau yang sering disebut dengan Teori "*Bird-in the hand*" yang dikemukakan oleh Gordon & Litner, dan teori preferensi pajak.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam, T., dan V.K. Goyal, 2003. *The Investment Opportunity Set and its Proxy and Variables : Theory and Evidence*. Department Of Finance. Hongkong University of Science & Technology.
- Adedeji, A., 1998. "Does the pecking order Hypothesis Explain the Dividend pay Out Ratio of Firm in the UK", *Journal of Business Finance & Accounting*
- Adi Prasetyo, 2000. "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 878-905.
- Aharony, J, I Swary, 1980. "Quarterly Dividend and Earnings announcement and Stockholders return": An empirical Analyst", *Journal of finance*, 1-12.
- Ahmad, Kamaruddin, 1996. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*, Jakarta, PT Rineka Cipta.
- AlNajjar, F.K., dan A. Riahi-Belkaoui, 2001. Empirical Validation of A General Model of Growth Opportunities, *Managerial Finance*. 27. 3. ABI/INFORM Global
- Baker, G.P., 1993. Growth, Corporate Policies, and the Investment Opportunity Set", *Journal of Accounting and Economics*.16. p.161-165.
- Bandi dan Jogiyanto Hartono, 2000. "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Dividen." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3. pp. 203-213.
- Barclay, M.I., C.W. Smith and R. Watts, 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies, *Journal of Applied Corporate Finance*. 7(4) 4 - 19 .
- Brigham, EF., dan Gapenski, LC., PR., 1996. *Intermediate Financial Management*", The Dryden Press, New York.
- Cahan, S.F., dan M. Hossain, 1996. The Investment Opportunity Set and Disclosure Policy: Some Malaysian Evidence, *Asia Pacific Journal of Management*. 13. No. 1, p.65-85.

- Chan Konan., Louis K.C. Chan, Narasimhan Jagadeesh and Josef lakonishok, 2001. "Earning Quality and Stock Return" National Bureau of Economic research, **working papers**.
- Chen,L. dan X., Zhao, 2005. **On the Relation Between the Market-to-Book Ratio, Growth Opportunity, and Leverage Ratio**. Department of Finance. Michigan State University.
- Christie, A. 1989. Equity Risk, The Opportunity Set, Production Cost, and Debt, **Working Paper**. University of Rochester.
- Chung, Kee H, dan Charlie Charoenwong, 1991. "Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stock." **Financial Management**, Autumn. pp.21-23.
- Collins, D.W., Kothari, S.P., 1989. An Analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. **Journal of Accounting and Economics** 11, 143-181.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D. Skinner, 1994. Accounting Choice in Troubled Companies, **Journal Accounting and Economics**.17.p. 3-42
- Dhaliwal, dan William G, Heninger. dan K.E Hughes II, 1999. "The Investment Opportunity Set and Capitalization versus Expensing Methods of Accounting Choice." **Accounting and Finance**. Vol. 39. pp.151-175.
- Easterbrook, Frank H., 1984. "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," **American Economic Review**, Vol. 74, September 1984, pp.650-659.
- Fama, Eugene F, 1970. "Efficient Capital Markets: A review of theory and empirical work." **Journal of Finance**. Vol. 25 pp. 387-417.
- Ferdinand, A. 2002. **Structural Equation Modelling dalam Penelitian Manajemen. Aplikasi Model-Model Rumit dalam Penelitian untuk Tesis S-2 dan Disertasi S-3**, Semarang. BP Universitas Diponegoro.
- Francis,Jack Clark,1991. "**Investment: Analysis and Management**", Mc Grow-Hill: Singapore.
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M. Gaver, 1993. "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies." **Journal of Accounting and Economics** . Vol. 16.pp.19-160.

- Gaver, J.J., and K.M. Gaver, 1993. Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*. 16. p. 125-160.
- Gul, F.A., 1999. Capital Structure and Dividend Policies in Japan, *Journal of Corporate Finance*. 5. (Spring).p. 141-168.
- Gul,F.A., S. Leung, dan B. Srinidhi, 2003. Informative and Opportunistic Earnings Management and the value relevance of earning : Some Evidence on The Role of IOS, *Working Paper*. City University of Hong Kong, Department of Accountancy.
- Hanafi M. Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPFE.
- Hair, Joseph F, Rolph E. Anderson, Ronald L. Thatam, dan William C. Black. 1995. *"Multivariate Data Analysis, With Reading."* Fourth Ed, Mc. Mullan Publ. Co.
- Harianto, Farid, dan Siswanto, 1998. *Perangkat dan Teknis Analisis Investasi di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: PT. Bursa Efek Jakarta.
- Home James C Van dan John M. Wachowich, 1997. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 820-850.
- Insukindro, 1998. "Sindrum R² dalam Analisis Regresi Linier Runtun Waktu." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13. pp. 1-11.
- Isnaeni Rokhayati, 2005. Analisis Hubungan Investment Opportunity (IOS) dengan Realisasi Pertumbuhan Serta Perbedaan perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh Terhadap Kebijakan Pendaan dan Dividen Di BEJ, *SMART*: Vol. 1 No. 2.
- Jaggi, B., and F.A. Gul. 1999. *An Analysis Joint Effects of Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt*
- Jensen, M., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

- Meggison, William L, 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, Inc.
- Miller, M., 1977. Debt and Taxes. *Journal of Finances* 32, 261-275.
- Modigliani, F. and M.H.Miller. 1958. "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment". *American Economic Review*, pp. 261-297.
- Modigliani, F. and M.H. Miller. 1963. "Corporate Income Taxes and The Cost of Capital : a correction". *American Economic Review*, pp. 433-443.
- Myers, S. C dan N.S Majluf. 1984. "Corporate Financing & Investment Decision When Firm Have Information That Investor Do Not Have". *Journal of Financial Economics*, 13, pp 187-221.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani, 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol. 34, October 1961, pp.441-433.
- Nuswantara, D.A. 2004. The Effect of Market Share and Leverage Interaction Toward Earnings Management Practices, *Symposium Nasional Akuntansi VII*. Bali.h. 170-185
- Riahi-Belkaoui, A. 2003. Anticipatory income smoothing and the investment opportunity set: An empirical Test of The Fudenberg and Tirole (1995) Model, *Review of Accounting & Finance*.2.2; ABI/INFORM Global.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE.
- Skinner, D., 1993. The investment opportunity set and accounting procedure choice: Preliminary evidence, *Journal of Accounting Economics* 16, 407-445. And the Valuation
- Rozeff, Michael S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, Vol. 5, Fall 1982, pp. 249-259.
- Rose, Stephen A .et.all.1993. *Corporate Finance*, Third Edition, Richard D. Irwin Inc:Boston USA
- Sami, H., S.M.S. Ho, dan C.K.K.1999. "Association between the Investment Opportunity Set and Corporation Financing, Dividend, Leasing, And Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market, kertas kerja dipresentasikan pada

program MSi- Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada
tanggal 2 Agustus 1999.

Smith, Jr. C. W & Watts., R L, 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *The Journal of Financial Economics*, December, pp 263-292.

Sharpie, Alan., 1991. *Modern Bank Corporate Finance*, Third Edition, Macmillan Publishing Company, New York.

Sumantoro, 1990. "Pengantar Tentang Pasar Modal di Indonesia". Jakarta: Ghalia Indonesia.

Watts.R.L., and J.L. Zimmerman. 1986. *Positive accounting theory*, Prentice- Hall. Englewood Cliffs.

Weston,J.F. and E.F. Brigham, 1990. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Erlangga, Jakarta.

Vogt, 1997. "Cash Flow and Capital Spending Evidence From Capital Expenditure Announcements", *Financial Management*.

Lampiran

TABEL 5.1. Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 1997-2007

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN	PERIODE	Keterangan
1	AQUA	PT Aqua Golden Mississippi Tbk	1998-2007	Food & beverage
2	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk	1998-2007	Food & beverage
3	DLTA	PT Delta Djakarta Tbk	1998-2007	Food & beverage
4	MLBI	PT Multi Bintang Indonesia Tbk	1998-2007	Food & beverage
5	STTP	PT Siantar TOP Tbk	1998-2007	Food & beverage
6	ULTJ	PT Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk	1998-2007	Food & beverage
7	GGRM	PT Gudang Garam Tbk	1998-2007	Tobacco Products
8	INDR	PT Indo-Rama Synthetics Tbk	1998-2007	Apparel and Other Textile Products
9	PBRX	PT Pan Brother Tex Tbk	1998-2007	Apparel and Other Textile Products
10	BATA	PT Sepatu Bata Tbk	1998-2007	Apparel and Other Textile Products
11	LTLS	PT Lautan Luas Tbk	1998-2007	Chemical and Allied products
12	UNIC	PT Unggul Indah Corporation Tbk	1998-2007	Chemical and Allied products
13	EKAD	PT Ekadharna Tape Industries Tbk	1998-2007	Adhesive
14	IGAR	PT Igarjaya Tbk	1998-2007	Plastic and Glass Products
15	SMGR	PT Semen Gresik (Pesero) Tbk	1998-2007	Cement
16	CTBN	PT Citra Tubindo Tbk	1998-2007	Methal Products
17	INTA	PT Intraco Penta Tbk	1998-2007	Automotive & Allied Products
18	SMSM	PT Selamat Sempurna Tbk	1998-2007	Automotive & Allied Products
19	TURI	PT Tunas Ridean Tbk	1998-2007	Automotive & Allied Products
20	MERK	PT Merck Indonesia Tbk	1998-2007	Pharmaceutical
21	TSPC	PT Tempo Scan Pasific Tbk	1998-2007	Pharmaceutical
22	TCID	PT Tancho Indonesia Tbk	1998-2007	Consumer Goods
23	MRAT	PT Mustika Ratu Tbk	1998-2007	Other Manufacturing
24	UNVR	PT Unilever Indonesia Tbk	1998-2007	Consumer Goods

Sumber: data olahan

1997

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	RATA-2 HARGA SHM	Harga Tutup Rata- rata
1	2	3	4	5	6	7	9	10
1	AQUA	153,082,000,000	44,377,000,000	62,555,000,000	220,834,000,000	7,773,000,000	2,997.33	5,704
2	DLTA	246,911,000,000	93,728,000,000	171,225,000,000	82,182,000,000	-10,251,000,000	625.65	11,138
3	INDF	7,889,168,000,000	484,406,000,000	4,386,633,000,000	4,988,731,000,000	-1,198,075,000,000	4,027.39	4,487
4	MLBI	408,422,000,000	159,115,000,000	244,987,000,000	246,037,000,000	37,589,000,000	5,314.56	25,139
5	STTP	161,188,000,000	121,225,000,000	75,440,000,000	145,243,000,000	19,220,000,000	1,298.11	2,116
6	ULTI	473,860,000,000	275,161,000,000	291,248,000,000	185,047,000,000	1,578,000,000	626.77	1,221
7	GGRM	5,299,850,000,000	3,164,626,000,000	1,236,653,000,000	7,517,909,000,000	906,812,000,000	9,218.77	9,747
8	INDR	2,486,657,000,000	750,970,000,000	1,229,030,000,000	980,275,000,000	96,943,000,000	1,837.74	1,999
9	PBRX	59,820,000,000	3,113,000,000	27,398,000,000	50,780,000,000	15,169,000,000	784.30	848
10	BATA	103,253,000,000	45,557,000,000	30,846,000,000	128,320,000,000	4,863,000,000	192.53	1,564
11	LTLS	459,047,000,000	220,934,000,000	111,795,000,000	315,109,000,000	18,166,000,000	1,912.72	2,070
12	UNIC	1,115,326,000,000	327,909,000,000	574,965,000,000	454,651,000,000	6,260,000,000	1,306.81	3,042
13	EKAD	49,057,000,000	22,303,000,000	14,465,000,000	40,755,000,000	2,338,000,000	493.34	1,789
14	IGAR	129,553,000,000	55,560,000,000	45,207,000,000	110,952,000,000	2,881,000,000	696.80	1,363
15	SMGR	5,286,099,000,000	2,612,141,000,000	2,938,349,000,000	1,640,041,000,000	232,552,000,000	4,668.39	4,909
16	CTBN	195,348,000,000	146,499,000,000	73,792,000,000	114,645,000,000	46,206,000,000	548.73	4,464
17	INTA	335,531,000,000	59,940,000,000	39,373,000,000	210,432,000,000	2,237,000,000	639.94	702
18	SMSM	202,855,000,000	135,524,000,000	60,261,000,000	160,575,000,000	24,763,000,000	995.22	1,440
19	TURI	750,183,000,000	187,994,000,000	98,160,000,000	1,165,997,000,000	9,338,000,000	1,091.21	2,933
20	MERK	50,399,000,000	14,566,000,000	10,148,000,000	69,505,000,000	9,294,000,000	1,171.54	13,185
21	TSPC	926,557,000,000	372,459,000,000	200,023,000,000	622,901,000,000	-61,962,000,000	2,967.78	4,042
22	TCID	172,053,000,000	97,255,000,000	81,663,000,000	172,828,000,000	6,661,000,000	1,419.46	3,209
23	MRAT	190,886,000,000	154,465,000,000	36,228,000,000	104,684,000,000	19,629,000,000	791.17	2,818
24	UNVR	990,922,000,000	391,669,000,000	425,518,000,000	1,835,778,000,000	171,788,000,000	5,332.71	32,963

1998

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	176,127,000,000	66,268,000,000	70,442,000,000	109,859,000,000	360,546,000,000	19,021,000,000	35,538,677
2	DLTA	318,963,000,000	110,031,000,000	187,168,000,000	208,932,000,000	156,188,000,000	16,303,000,000	5,881,638
3	INDF	11,086,191,000,000	998,644,000,000	5,124,225,000,000	10,087,547,000,000	8,834,356,000,000	457,666,000,000	7,416,360,000
4	MLBI	461,567,000,000	185,404,000,000	251,063,000,000	276,163,000,000	299,772,000,000	17,529,000,000	140,800,480
5	STTP	159,002,000,000	129,460,000,000	82,339,000,000	29,542,000,000	158,681,000,000	21,801,000,000	192,375,000
6	ULTJ	476,978,000,000	281,631,000,000	311,925,000,000	195,347,000,000	188,891,000,000	7,140,000,000	137,542,000
7	GGRM	6,532,916,000,000	4,014,597,000,000	1,397,079,000,000	2,518,319,000,000	9,973,172,000,000	1,084,447,000,000	22,415,625,000
8	INDR	4,267,001,000,000	1,675,941,000,000	2,734,430,000,000	2,591,060,000,000	1,992,509,000,000	49,409,000,000	932,451,182
9	PBRX	86,592,000,000	26,833,000,000	25,389,000,000	58,796,000,000	157,686,000,000	24,488,000,000	28,800,000
10	BATA	119,722,000,000	71,151,000,000	31,818,000,000	48,571,000,000	181,348,000,000	25,593,000,000	5,915,000
11	LTLS	571,622,000,000	294,132,000,000	114,637,000,000	277,490,000,000	600,408,000,000	85,386,000,000	300,000,000
12	UNIC	1,731,315,000,000	354,758,000,000	886,931,000,000	1,376,557,000,000	1,247,740,000,000	57,702,000,000	275,880,053
13	EKAD	54,262,000,000	33,408,000,000	12,066,000,000	20,855,000,000	104,082,000,000	10,811,000,000	13,975,500
14	IGAR	150,188,000,000	70,187,000,000	38,637,000,000	80,001,000,000	157,301,000,000	13,981,000,000	15,750,000
15	SMGR	7,089,638,000,000	2,578,953,000,000	5,173,659,000,000	4,510,685,000,000	2,314,802,000,000	221,611,000,000	4,923,161,600
16	CTBN	512,046,000,000	412,374,000,000	214,090,000,000	99,672,000,000	315,373,000,000	56,281,000,000	967,500,000
17	INTA	484,224,000,000	56,697,000,000	56,961,000,000	427,527,000,000	196,659,000,000	206,000,000	10,875,000
18	SMSM	261,513,000,000	223,774,000,000	114,392,000,000	52,127,000,000	349,561,000,000	54,424,000,000	157,414,400
19	TURI	632,654,000,000	185,858,000,000	101,393,000,000	446,796,000,000	455,186,000,000	2,482,000,000	104,625,000
20	MERK	74,355,000,000	21,068,000,000	10,532,000,000	53,287,000,000	94,245,000,000	6,783,000,000	31,920,000
21	TSPC	1,316,677,000,000	641,726,000,000	249,435,000,000	674,951,000,000	888,999,000,000	152,460,000,000	191,250,000
22	TCID	196,555,000,000	113,242,000,000	80,114,000,000	83,312,000,000	261,264,000,000	23,289,000,000	117,000,000
23	MRAT	229,004,000,000	186,911,000,000	44,166,000,000	42,093,000,000	108,044,000,000	25,422,000,000	101,650,000
24	UNVR	1,227,534,000,000	492,895,000,000	426,844,000,000	734,639,000,000	3,146,717,000,000	203,414,000,000	2,289,000,000

HARGA PENUTUPA NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) ⁴	MBVA 18=[(3- 4)+(9*10)]/3	PER 19=10/13	VPE 20=[(3- 4)+(9*10)]/5	CEBVA 21=(5+ 50)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) ⁴	18=[(3- 4)+(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3- 4)+(9*10)]/5	21=(5+ 50)/3
2,700	3,263	1,139	1,445	300	0.11	0.21	1.45	1.17	1.87	2.92	0.04
2,000	3,902	640	1,164	0	0.00	0.00	0.11	0.69	1718.21	1.18	0.05
4,050	2,456	2,353	250	0	0.00	0.00	30.08	3.62	16.20	7.83	0.07
40,000	44,325	5,118	832	0	0.00	0.00	30.38	12.80	48.08	23.53	0.01
2,025	1,388	313	229	85	0.04	0.37	3.01	2.64	8.84	5.09	0.04
625	948	638	32	0	0.00	0.00	0.31	0.59	19.53	0.90	0.04
11,650	9,458	8,911	564	260	0.02	0.46	65.05	40.36	20.66	188.72	0.02
1,425	1,160	1,657	22	0	0.00	0.00	0.79	0.92	64.77	1.43	0.35
375	290	242	319	0	0.00	0.00	0.40	0.81	1.18	2.78	-0.02
1,300	1,521	187	1,969	0	0.00	0.00	0.11	0.47	0.66	1.77	0.01
2,000	1,160	1,025	109	133	0.07	1.22	2.04	1.54	18.35	7.65	0.00
950	1,248	963	199	450	0.47	2.26	0.74	0.95	4.77	1.85	0.18
1,250	1,256	240	483	350	0.28	0.72	0.52	0.71	2.59	3.18	-0.04
300	446	88	133	100	0.33	0.75	0.07	0.56	2.26	2.19	-0.04
8,300	6,988	6,893	374	135	0.02	0.36	15.84	6.40	22.19	8.77	0.32
21,500	18,506	5,284	341	1450	0.07	4.25	50.44	40.82	63.05	97.63	0.27
125	159	133	2	0	0.00	0.00	0.02	0.89	62.50	7.53	0.04
800	569	448	277	132	0.17	0.48	0.56	0.63	2.89	1.43	0.21
375	410	313	9	0	0.00	0.00	0.21	0.77	41.67	4.79	0.01
19,000	17,650	344	1,211	0	0.00	0.00	28.79	8.87	15.69	62.64	0.01
425	358	368	339	25	0.06	0.07	0.13	0.57	1.25	3.03	0.04
1,500	1,348	339	299	150	0.10	0.50	1.55	1.32	5.02	3.23	-0.01
950	1,544	398	238	80	0.08	0.34	0.52	0.61	3.99	3.14	0.03
30,000	29,525	30,000	2,666	400	0.01	0.15	139.32	56.54	11.25	162.60	0.00

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG
$22 = (5t - 5t0) / ((3 - 4) + (9 * 10))$	$23 = 6/4$	$24 = 6 / (9 + 10)$	$25 = (7t - 7t0) / 7t0$	$26 = (8t - 8t0) / 8t0$	$27 = (9t - 4t0) / 4t0$	$28 = (3t - 3t0) / 3t0$
0.04	1.66	1.14	0.63	1.45	0.49	0.15
0.07	1.90	17.76	0.90	-2.59	0.17	0.29
0.02	10.10	0.34	0.77	-1.38	1.06	0.41
0.00	1.49	0.05	0.22	-0.53	0.17	0.13
0.02	0.23	0.08	0.09	0.13	0.07	(0.01)
0.07	0.69	2.27	0.02	3.52	0.02	0.01
0.00	0.63	0.01	0.33	0.20	0.27	0.23
0.38	1.55	1.95	1.03	-0.49	1.23	0.72
-0.03	2.19	5.44	2.11	0.61	7.62	0.45
0.02	0.68	6.32	0.41	4.26	0.56	0.16
0.00	0.94	0.46	0.91	3.70	0.33	0.25
0.19	3.88	5.25	1.74	8.22	0.08	0.55
-0.06	0.62	1.19	1.55	3.62	0.50	0.11
-0.08	1.14	16.93	0.42	3.85	0.26	0.16
0.05	1.75	0.11	0.41	-0.05	(0.01)	0.34
0.01	0.24	0.00	1.75	0.22	1.81	1.62
0.04	7.54	314.50	-0.07	-0.91	(0.05)	0.44
0.33	0.23	0.41	1.18	1.20	0.65	0.29
0.01	2.40	11.39	-0.61	-0.73	(0.01)	(0.16)
0.00	2.53	0.09	0.36	-0.27	0.45	0.48
0.07	1.05	8.30	0.43	-3.46	0.72	0.42
-0.01	0.74	0.47	0.51	2.50	0.16	0.14
0.06	0.23	0.44	0.03	0.30	0.21	0.20
0.00	1.49	0.01	0.71	0.18	0.26	0.24

1999

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	209,460,000,000	80,694,000,000	74,225,000,000	128,766,000,000	410,793,000,000	20,055,000,000	13,162,473
2	DLTA	305,625,000,000	188,068,000,000	175,478,000,000	117,557,000,000	211,618,000,000	57,020,000,000	2,940,819
3	INDF	10,637,680,000,000	2,406,715,000,000	4,987,343,000,000	8,230,965,000,000	11,548,599,000,000	1,395,399,000,000	1,831,200
4	MLBI	410,704,000,000	247,722,000,000	236,228,000,000	162,982,000,000	407,248,000,000	62,319,000,000	3,520,012
5	STTP	230,839,000,000	182,689,000,000	119,064,000,000	48,150,000,000	236,196,000,000	29,271,000,000	9,500,000
6	ULTT	698,624,000,000	452,336,000,000	335,819,000,000	246,288,000,000	255,032,000,000	12,104,000,000	178,500
7	GGRM	8,076,916,000,000	5,793,549,000,000	1,379,508,000,000	2,283,367,000,000	12,694,605,000,000	2,276,632,000,000	1,924,088,000
8	INDR	4,654,444,000,000	1,910,359,000,000	2,939,204,000,000	2,744,085,000,000	2,291,434,000,000	16,018,000,000	654,351,701
9	PBRX	94,502,000,000	33,392,000,000	23,672,000,000	60,245,000,000	167,697,000,000	14,484,000,000	76,800,000
10	BATA	151,714,000,000	104,648,000,000	35,977,000,000	47,066,000,000	286,722,000,000	50,397,000,000	4,550,000
11	LTLS	596,022,000,000	336,971,000,000	126,455,000,000	259,051,000,000	636,978,000,000	55,705,000,000	780,000,000
12	UNIC	1,722,416,000,000	495,647,000,000	825,082,000,000	1,226,769,000,000	1,257,997,000,000	155,678,000,000	6,000
13	EKAD	54,736,000,000	41,691,000,000	12,268,000,000	13,045,000,000	92,973,000,000	12,396,000,000	44,721,600
14	IGAR	7,166,301,000,000	2,739,428,000,000	44,720,000,000	4,426,873,000,000	3,091,660,000,000	240,586,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	562,842,000,000	502,682,000,000	4,990,501,000,000	60,160,000,000	160,382,000,000	23,534,000,000	593,152,000
16	CTBN	120,246,000,000	50,643,000,000	267,271,000,000	69,603,000,000	87,880,000,000	1,221,000,000	80,000,000
17	INTA	399,854,000,000	100,932,000,000	56,526,000,000	298,922,000,000	258,767,000,000	44,236,000,000	87,000,000
18	SMSM	303,673,000,000	223,774,000,000	138,552,000,000	79,900,000,000	359,362,000,000	40,361,000,000	259,733,760
19	TURI	365,395,000,000	211,949,000,000	112,778,000,000	153,901,000,000	699,513,000,000	25,636,000,000	279,000,000
20	MERK	97,359,000,000	73,247,000,000	9,885,000,000	24,112,000,000	125,831,000,000	23,059,000,000	18,480,000
21	TSPC	1,084,454,000,000	720,158,000,000	251,039,000,000	364,296,000,000	1,331,509,000,000	88,996,000,000	450,000,000
22	TCID	246,888,000,000	146,763,000,000	90,476,000,000	100,125,000,000	372,238,000,000	45,221,000,000	78,000,000
23	MRAT	226,434,000,000	196,346,000,000	43,106,000,000	30,088,000,000	150,957,000,000	21,070,000,000	107,000,000
24	UNVR	1,815,904,000,000	909,924,000,000	444,120,000,000	905,980,000,000	4,167,393,000,000	533,005,000,000	76,300,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) ⁴	MBVA 18=[(3- 4)+(9*10)]/3	PER 19=10/13	VPPE 20=[(3- 4)+(9*10)]/5	CEBVA 21=(5*- 510)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) ⁴	18=[(3- 4)+(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3- 4)+(9*10)]/5	21=(5*- 510)/3
8,000	5,066	1,639	1,524	400	0.05	0.26	1.30	1.12	5.25	3.15	0.02
9,400	4,840	2,992	3,561	350	0.04	98.29	0.15	0.48	2,639.71	0.83	-0.04
8,750	7,169	7,403	762	0	0.00	0.00	0.01	0.78	11.48	1.65	-0.01
40,000	31,083	1,587	2,958	3631	0.09	1.23	0.57	0.74	13.52	1.29	-0.04
3,950	2,763	461	308	110	0.03	0.36	0.21	0.37	12.82	0.72	0.16
1150	1011.54	1112.5	31	15	0.00	0.48	0.00	0.35	37.10	0.73	0.03
18,800	15,508	16,066	1,183	500	0.03	0.42	6.24	4.76	15.89	27.88	0.00
1,625	1,363	1,411	6	1	0.00	0.17	0.56	0.82	270.83	1.30	0.04
975	633	570	189	35	0.04	0.19	2.24	1.44	5.16	5.74	-0.02
13,000	4,775	1,909	3,877	1350	0.10	0.35	0.57	0.70	3.35	2.95	0.03
825	1,167	1,191	71	18	0.02	0.25	1.91	1.51	11.62	7.14	0.02
3,500	822	3,575	447	1	0.00	0.00	0.00	0.71	7.83	1.49	-0.04
1,125	1,148	664	277	100	0.09	0.36	1.21	1.16	4.06	5.16	0.00
300	510	507	275	81.25	0.27	0.30	0.11	0.66	1.09	106.03	0.00
11,075	11,813	12,219	406	162.24	0.01	0.40	13.07	11.78	27.28	1.33	-0.33
14,300	16,329	4,253	77	451	0.03	5.86	22.59	10.09	185.71	4.54	0.44
1,600	602	578	508	0	0.00	0.00	1.38	1.10	3.15	7.75	0.00
1,125	944	780	155	31	0.03	0.20	1.31	1.23	7.26	2.69	0.08
1,250	677	0	92	28	0.02	0.30	1.65	1.37	13.59	4.45	0.03
7,725	9,431	2,617	1,029	1350	0.17	1.31	1.95	1.71	7.51	16.88	-0.01
5,900	2,823	784	198	50	0.01	0.25	3.69	2.78	29.80	12.03	0.00
5,000	2,165	827	580	400	0.08	0.69	2.66	1.99	8.62	5.42	0.04
2,000	1,310	489	197	69	0.03	0.35	1.09	1.08	10.15	5.66	0.00
88,500	47,723	115,000	6,986	2500	0.03	0.36	7.42	4.22	12.67	17.24	0.01

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	7407	Actual return Harga tutup
$22 = (5t-5t0)/((3-4)+(9*10))$	23=6/4	24=6/(9*10)	$25 = (7t-7t0)/7t0$	$26 = (8t-8t0)/8t0$	$27 = (4t-4t0)/4t0$	$28 = (3t-3t0)/3t0$	29	30
0.02	1.60	1.22	0.14	0.05	0.22	0.19	5,483	0.64
-0.08	0.63	4.25	0.35	2.50	0.71	-0.04	5,145	0.21
-0.02	3.42	513.70	0.31	2.05	1.41	-0.04	7,407	2.07
-0.05	0.66	1.16	0.36	2.56	0.34	-0.11	32,109	-0.27
0.43	0.26	1.28	0.49	0.34	0.41	0.45	2,785	1.08
0.10	0.54	0.00	0.35	0.70	0.61	0.46	837	-0.20
0.00	0.39	0.06	0.27	1.10	0.44	0.24	16,086	0.76
0.05	1.44	2.58	0.15	-0.68	0.14	0.09	1,418	-0.19
-0.01	1.80	0.80	0.06	-0.41	0.24	0.09	667	1.46
0.04	0.45	0.80	0.58	0.97	0.47	0.27	5,004	2.29
0.01	0.77	0.40	0.06	-0.35	0.15	0.04	1,197	0.09
-0.05	2.48	0.00	0.01	1.70	0.40	-0.01	1,586	0.31
0.00	0.31	0.26	-0.11	0.15	0.25	0.01	1,577	0.22
0.00	1.62	14.05	18.65	16.21	38.03	46.72	609	0.32
-0.03	0.12	0.01	-0.93	-0.89	-0.81	-0.92	12,813	0.79
0.04	1.37	0.06	-0.72	-0.98	-0.88	-0.77	15,817	-0.12
0.00	2.96	2.15	0.32	213.74	0.78	-0.17	627	2.56
0.06	0.36	0.27	0.03	-0.26	0.00	0.16	971	0.74
0.02	0.73	0.44	0.54	9.33	0.14	-0.42	810	0.93
0.00	0.33	0.17	0.34	2.40	2.48	0.31	9,012	-0.49
0.00	0.51	0.14	0.50	-0.42	0.12	-0.18	408	0.11
0.02	0.68	0.26	0.42	0.94	0.30	0.26	2,221	0.65
0.00	0.15	0.14	0.40	-0.17	0.05	-0.01	1,388	-0.12
0.00	1.00	0.13	0.32	1.62	0.85	0.48	50,546	0.74

2000

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	341,018,000,000	123,774,000,000	186,353,000,000	217,244,000,000	550,584,000,000	38,465,000,000	13,162,473
2	DLTA	386,063,000,000	216,860,000,000	166,578,000,000	169,203,000,000	259,053,000,000	34,396,000,000	16,013,181
3	INDF	12,554,630,000,000	3,058,713,000,000	5,203,971,000,000	9,495,917,000,000	12,702,239,000,000	646,172,000,000	9,156,000,000
4	MLBI	433,607,000,000	215,109,000,000	254,834,000,000	218,497,000,000	508,249,000,000	93,723,000,000	3,520,012
5	STTP	340,257,000,000	216,783,000,000	172,995,000,000	123,474,000,000	434,448,000,000	35,358,000,000	247,000,000
6	ULTJ	707,021,000,000	476,433,000,000	410,875,000,000	230,588,000,000	323,527,000,000	29,874,000,000	385,117,600
7	GGRM	10,843,195,000,000	6,111,108,000,000	1,626,388,000,000	4,732,082,000,000	14,964,674,000,000	2,243,215,000,000	1,974,080,000
8	INDR	5,541,400,000,000	2,475,980,000,000	3,280,857,000,000	3,065,420,000,000	3,250,959,000,000	192,984,000,000	654,351,707
9	PBRX	115,784,000,000	45,683,000,000	22,527,000,000	70,101,000,000	241,769,000,000	14,978,000,000	76,800,000
10	BATA	207,844,000,000	124,420,000,000	47,658,000,000	83,424,000,000	368,042,000,000	63,322,000,000	13,000,000
11	L/TLS	700,431,000,000	346,405,000,000	144,311,000,000	354,026,000,000	820,805,000,000	55,705,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,048,581,000,000	673,432,000,000	944,375,000,000	1,341,718,000,000	1,603,750,000,000	132,862,000,000	383,331,363
13	EKAD	58,399,000,000	43,879,000,000	11,585,000,000	14,094,000,000	82,040,000,000	6,095,000,000	44,721,600
14	IGAR	228,645,000,000	103,609,000,000	69,101,000,000	125,036,000,000	289,378,000,000	21,039,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	7,539,269,000,000	2,981,248,000,000	4,833,520,000,000	4,558,021,000,000	3,596,410,000,000	342,763,000,000	593,152,000
16	CTBN	634,823,000,000	564,189,000,000	285,829,000,000	70,634,000,000	207,189,000,000	3,140,000,000	80,000,000
17	LNTA	518,209,000,000	99,906,000,000	78,689,000,000	418,303,000,000	318,487,000,000	5,609,000,000	174,000,000
18	SMSM	529,837,000,000	291,284,000,000	250,270,000,000	238,553,000,000	502,848,000,000	59,034,000,000	259,733,760
19	TURI	800,269,000,000	283,270,000,000	153,347,000,000	516,999,000,000	2,063,187,000,000	94,933,000,000	279,000,000
20	MERK	129,685,000,000	96,856,000,000	12,389,000,000	32,829,000,000	183,810,000,000	49,369,000,000	22,400,000
21	TSPC	1,428,314,000,000	1,053,291,000,000	262,981,000,000	375,023,000,000	1,451,646,000,000	347,787,000,000	450,000,000
22	TCID	333,582,000,000	241,465,000,000	148,987,000,000	92,117,000,000	465,547,000,000	53,025,000,000	156,000,000
23	M RAT	278,215,000,000	227,725,000,000	49,214,000,000	50,490,000,000	194,280,000,000	31,447,000,000	107,000,000
24	UNVR	2,253,637,000,000	1,425,559,000,000	505,967,000,000	828,078,000,000	4,870,972,000,000	813,205,000,000	763,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) ⁴	MBVA 18=((3- 4)+(9*10) ⁴)/3	PER 19=10/13	VPPE 20=((3- 4)+(9*10) ⁴)/5	CEBVA 21=(5*- 50)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	4	3	13	5	3
14,000	12,052	2,310	2,922	500	0.04	0.17	1.49	1.18	4.79	2.15	0.33
8,000	8,092	2,072	2,148	300	0.04	0.14	0.59	0.77	3.72	1.78	-0.02
775	3,696	4,203	71	18	0.02	0.25	2.32	1.32	10.92	3.19	0.02
34,000	38,667	2,213	4,448	817	0.02	0.18	0.56	0.78	7.64	1.33	0.04
1,450	3,058	992	27	0	0.00	0.00	1.65	1.42	53.70	2.78	0.16
1,175	1,080	1,068	16	15	0.01	0.94	0.95	0.97	73.44	1.66	0.11
13,000	12,759	13,036	1,166	500	0.04	0.43	4.09	2.74	11.15	18.29	0.02
750	920	925	295	1	0.00	0.00	0.20	0.64	2.54	1.08	0.06
1,300	1,056	544	195	35	0.03	0.18	2.19	1.47	6.67	7.54	-0.01
14,000	13,483	2,499	4,871	3550	0.25	0.73	1.46	1.28	2.87	5.57	0.06
405	517	538	33	7	0.02	0.21	0.91	0.96	12.27	4.64	0.03
1,200	2,239	0	77	1	0.00	0.01	0.68	0.90	15.58	1.94	0.06
700	976	786	136	75	0.11	0.55	0.71	0.78	5.15	3.96	-0.01
100	163	171	20	8	0.08	0.40	1.01	1.01	5.00	3.33	0.11
5,800	7,305	7,527	578	231.14	0.04	0.40	1.15	1.06	10.03	1.65	-0.02
9,600	12,921	3,316	9	0	0.00	0.00	1.36	1.32	1,066.67	2.93	0.03
425	1,280	1,022	32	9.7	0.02	0.30	0.74	0.95	13.28	6.26	0.04
2,000	1,339	1,216	227	57	0.03	0.25	1.78	1.43	8.81	3.03	0.21
1,125	1,594	1,488	68	55	0.05	0.81	1.11	1.04	16.54	5.42	0.05
7,450	7,173	4,175	2,204	700	0.09	0.32	1.72	1.54	3.38	16.12	0.02
3,075	3,528	3,606	773	150	0.05	0.19	1.31	1.23	3.98	6.69	0.01
2,900	4,013	2,097	340	150	0.05	0.44	1.87	1.63	8.53	3.65	0.18
1,350	1,769	436	294	150	0.11	0.51	0.63	0.70	4.59	3.96	0.02
12,500	98,254	12,475	1,066	690	0.06	0.65	6.69	4.60	11.73	20.49	0.03

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	#197	Actual return Harga tutup
$22 = (5t - 5t0) / ((3 - 4) + (9 * 10))$	23=6/4	24=6/(9*10)	$25 = (7t - 7t0) / 7t0$	$26 = (8t - 8t0) / 8t0$	$27 = (4t - 4t0) / 4t0$	$28 = (3t - 3t0) / 3t0$	29	30
0.28	1.76	1.18	0.34	0.92	0.53	0.63	13,898	1.53
-0.03	0.78	1.32	0.22	-0.40	0.15	0.26	7,860	0.53
0.01	3.10	1.34	0.10	-0.54	0.27	0.18	4,197	-0.43
0.06	1.02	1.83	0.25	0.50	-0.13	0.06	38,649	0.20
0.11	0.57	0.34	0.84	0.21	0.19	0.47	3,300	0.18
0.11	0.48	0.51	0.27	1.47	0.05	0.01	1,068	0.28
0.01	0.77	0.19	0.18	-0.01	0.05	0.34	13,135	-0.18
0.10	1.24	6.25	0.42	11.05	0.30	0.19	943	-0.33
-0.01	1.53	0.70	0.44	0.03	0.37	0.23	1,031	0.55
0.04	0.67	0.46	0.28	0.26	0.19	0.37	5,004	1.66
0.03	1.02	1.12	0.29	0.00	0.03	0.18	539	-0.55
0.07	1.99	2.92	0.27	-0.15	0.36	0.19	2,225	0.40
-0.01	0.32	0.45	-0.12	-0.51	0.05	0.07	989	-0.37
0.11	1.21	1.19	-0.91	-0.91	-0.96	-0.97	171	-0.72
-0.02	1.53	1.32	21.42	13.56	4.93	12.40	7,521	-0.41
0.02	0.13	0.09	1.36	1.57	10.14	4.28	12,224	-0.23
0.05	4.19	5.66	0.23	-0.87	-0.01	0.30	1,283	1.05
0.15	0.82	0.46	0.40	0.46	0.30	0.74	1,281	0.32
0.05	1.83	1.65	1.95	2.70	0.34	1.19	1,595	0.97
0.01	0.34	0.20	0.46	1.14	0.32	0.33	7,112	-0.21
0.01	0.36	0.27	0.09	2.91	0.46	0.32	3,635	7.91
0.11	0.38	0.20	0.25	0.17	0.65	0.35	3,848	0.73
0.03	0.22	0.35	0.29	0.49	0.16	0.23	1,842	0.33
0.01	0.58	0.09	0.17	0.53	0.57	0.24	96,392	0.91

2001

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PA/PAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	513,597,000,000	164,892,000,000	289,204,000,000	342,835,000,000	793,652,000,000	48,014,000,000	13,162,473
2	DLTA	346,404,000,000	256,651,000,000	160,807,000,000	89,100,000,000	306,073,000,000	44,595,000,000	16,013,181
3	INDF	12,979,102,000,000	3,561,581,000,000	5,427,878,000,000	9,417,521,000,000	14,644,598,000,000	746,330,000,000	9,156,000,000
4	MLBI	517,775,000,000	291,925,000,000	259,917,000,000	225,850,000,000	569,921,000,000	113,836,000,000	21,070,000
5	STTP	404,060,000,000	239,051,000,000	235,587,000,000	165,009,000,000	518,463,000,000	22,268,000,000	262,000,000
6	ULTJ	970,601,000,000	506,829,000,000	551,494,000,000	463,772,000,000	478,403,000,000	30,396,000,000	1,925,588,000
7	GCRM	13,448,124,000,000	8,198,192,000,000	2,191,965,000,000	5,249,932,000,000	17,970,450,000,000	2,087,361,000,000	1,924,088,000
8	INDR	5,694,957,000,000	2,316,725,000,000	3,490,583,000,000	3,378,232,000,000	3,320,356,000,000	-366,392,000,000	654,351,701
9	PBRX	158,528,000,000	61,090,000,000	24,090,000,000	97,438,000,000	287,978,000,000	18,095,000,000	76,800,000
10	BATA	222,913,000,000	141,738,000,000	55,449,000,000	81,175,000,000	407,232,000,000	63,468,000,000	13,000,000
11	LTLS	762,821,000,000	389,915,000,000	182,757,000,000	356,012,000,000	1,039,517,000,000	48,975,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,211,461,000,000	804,336,000,000	953,213,000,000	1,407,125,000,000	1,880,269,000,000	92,149,000,000	383,331,363
13	EKAD	59,710,000,000	46,523,000,000	11,617,000,000	12,837,000,000	80,344,000,000	5,976,000,000	44,721,600
14	IGAR	250,481,000,000	105,021,000,000	89,993,000,000	145,459,000,000	329,410,000,000	8,030,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	8,763,075,000,000	3,161,614,000,000	4,604,937,000,000	560,146,100,000	4,659,202,000,000	317,467,000,000	539,152,000
16	CTBN	1,025,319,000,000	626,792,000,000	299,904,000,000	88,223,000,000	406,726,000,000	16,098,000,000	80,000,000
17	INTA	518,209,000,000	99,906,000,000	78,689,000,000	418,303,000,000	318,487,000,000	5,609,000,000	174,000,000
18	SMSM	567,043,000,000	331,125,000,000	286,673,000,000	235,919,000,000	565,090,000,000	54,645,000,000	259,733,760
19	TURI	1,113,007,000,000	362,678,000,000	188,492,000,000	750,329,000,000	2,350,738,000,000	79,408,000,000	1,395,000,000
20	MERK	162,720,000,000	127,494,000,000	14,802,000,000	35,226,000,000	224,074,000,000	56,398,000,000	22,400,000
21	TSPC	1,663,925,000,000	1,270,581,000,000	282,251,000,000	393,343,000,000	1,785,230,000,000	316,927,000,000	450,000,000
22	TCID	357,575,000,000	264,862,000,000	172,091,000,000	92,713,000,000	527,633,000,000	46,797,000,000	156,000,000
23	MRAT	295,031,000,000	249,049,000,000	52,284,000,000	45,982,000,000	228,226,000,000	36,364,000,000	107,000,000
24	UNVR	268,202,500,000	1,728,199,000,000	676,805,000,000	953,826,000,000	6,012,611,000,000	88,694,400,000	763,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) 4	MBVA 18=(13- 4)/(9*10)/3	PER 19=10/13	VPPE 20=(13- 4)/(9*10)/5	CEBVA 21=(5*- 5)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) 4	18=(13- 4)/(9*10)/3	19=10/13	20=(13- 4)/(9*10)/5	21=(5*- 5)/3
30,000	16,836	4,026	3,648	650	0.02	0.18	2.39	1.45	8.22	2.57	0.20
7,600	7,888	748	2,785	400	0.05	0.14	0.47	0.61	2.73	1.31	-0.02
625	781	782	82	25	0.04	0.30	1.61	1.17	7.62	2.79	0.02
23,000	24,925	2,082	5,403	4463	0.19	0.83	1.66	1.37	4.26	2.73	0.01
270	1,163	596	17	0	0.00	0.00	0.30	0.58	15.88	1.00	0.15
700	573	688	16	0	0.00	0.00	2.66	1.87	43.75	3.29	0.14
8,650	10,888	11,703	1,085	300	0.03	0.28	2.03	1.63	7.97	9.99	0.04
425	553	568	179	0	0.00	0.00	0.12	0.64	2.37	1.05	0.04
950	1,252	119	236	50	0.05	0.21	1.19	1.07	4.03	7.07	0.01
14,000	13,450	5,507	4,882	1500	0.11	0.31	1.28	1.18	2.87	4.75	-0.40
240	317	316	63	16	0.07	0.25	0.48	0.73	3.81	3.06	-1.00
1,400	1,142	0	49	29	0.02	0.59	0.67	0.88	28.57	2.04	0.00
450	489	328	134	90	0.20	0.67	0.43	0.56	3.36	2.87	0.00
65	83	82	8	2	0.03	0.25	0.65	0.85	8.13	2.37	0.08
5,500	6,004	6,077	535	267.61	0.05	0.50	0.94	0.98	10.28	1.86	-0.03
8,400	8,908	1,292	41	2.8	0.00	0.07	1.07	1.04	204.88	3.57	0.01
250	318	155	88	8	0.03	0.09	0.44	0.89	2.84	5.87	0.00
1,825	1,555	1,014	210	90	0.05	0.43	1.43	1.25	8.69	2.48	0.06
225	809	223	57	11	0.05	0.19	0.87	0.96	3.95	5.65	0.03
10,500	8,533	5,193	2,518	800	0.08	0.32	1.84	1.66	4.17	18.27	0.01
3,250	2,933	3,050	704	400	0.12	0.57	1.15	1.12	4.62	6.58	0.01
2,100	2,402	0	300	0	0.00	0.00	1.24	1.18	7.00	2.44	0.06
1,250	1,169	1,011	340	254	0.20	0.75	0.54	0.61	3.68	3.44	0.01
16,350	16,079	16,325	1,162	350	0.02	0.30	7.22	41.07	14.07	16.28	0.64

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	790	Actual return Harga tutup
$22=(5t-5t0)/(3-4)+(9*10)$	$23=6/4$	$24=6/(9*10)$	$25=(7t-7t0)/7t0$	$26=(8t-8t0)/8t0$	$27=(4t-4t0)/4t0$	$28=(3t-3t0)/3t0$	29	30
0.14	2.08	0.87	0.44	0.25	0.33	0.51	16,019	0.15
-0.03	0.35	0.73	0.18	0.30	0.18	-0.10	7,958	0.01
0.01	2.64	1.65	0.15	0.16	0.16	0.03	790	-0.81
0.01	0.77	0.47	0.12	0.21	0.36	0.19	24,542	-0.37
0.27	0.69	2.33	0.19	-0.37	0.10	0.19	1,201	-0.64
0.08	0.92	0.34	0.48	0.02	0.06	0.37	573	-0.46
0.03	0.64	0.32	0.20	-0.07	0.34	0.24	11,688	-0.11
0.06	1.46	12.15	0.02	-2.90	-0.06	0.03	568	-0.40
0.01	1.59	1.34	0.19	0.21	0.34	0.37	1,219	0.18
-0.34	0.57	0.45	-0.50	0.14	-0.59	-0.68	13,281	0.00
0.07	0.91	1.90	0.27	-0.12	0.13	0.09	320	-0.41
0.00	1.75	2.62	0.17	-0.31	0.19	0.08	1,250	-0.44
0.00	0.28	0.64	-0.02	-0.02	0.06	0.02	553	-0.44
0.10	1.39	2.13	0.14	-0.62	0.01	0.10	84	-0.51
-0.03	0.18	0.19	0.30	-0.07	0.06	0.16	6,120	-0.19
0.01	0.14	0.13	0.96	4.13	0.11	0.62	8,868	-0.27
0.00	4.19	9.62	0.00	0.00	0.00	0.00	321	-0.75
0.05	0.71	0.50	0.12	-0.07	0.14	0.07	1,751	0.37
0.03	2.07	2.39	0.14	-0.16	0.28	0.39	791	-0.50
0.01	0.28	0.15	0.22	0.14	0.32	0.25	8,369	0.18
0.01	0.31	0.27	0.23	-0.09	0.21	0.16	2,913	-0.20
0.05	0.35	0.28	0.13	-0.12	0.10	0.07	2,317	-0.40
0.02	0.18	0.34	0.17	0.16	0.09	0.06	1,202	-0.35
0.02	0.55	0.08	0.23	-0.89	0.21	-0.88	15,952	-0.83

2002

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PA/PAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	545,394,000,000	220,765,000,000	338,806,000,000	318,689,000,000	1,021,899,000,000	66,110,000,000	13,162,473
2	DLTA	379,537,000,000	295,084,000,000	135,544,000,000	83,747,000,000	277,637,000,000	44,839,000,000	16,013,181
3	INDF	15,251,516,000,000	3,662,698,000,000	5,661,424,000,000	11,588,818,000,000	16,466,285,000,000	802,633,000,000	9,156,000,000
4	MLBI	475,039,000,000	282,941,000,000	246,924,000,000	192,098,000,000	542,394,000,000	85,050,000,000	21,070,000
5	STTP	470,452,000,000	269,316,000,000	244,297,000,000	201,135,000,000	627,774,000,000	30,265,000,000	1,310,000,000
6	ULTJ	1,018,073,000,000	525,735,000,000	757,938,000,000	492,338,000,000	408,794,000,000	18,906,000,000	1,925,588,000
7	GGRM	15,452,703,000,000	9,709,701,000,000	3,800,069,000,000	5,743,002,000,000	20,939,084,000,000	2,086,893,000,000	1,924,088,000
8	INDR	4,837,748,000,000	2,017,659,000,000	2,785,012,000,000	2,820,089,000,000	2,834,827,000,000	33,376,000,000	654,351,707
9	PBRX	1,408,404,000,000	73,386,000,000	22,433,000,000	67,458,000,000	300,118,000,000	16,136,000,000	76,800,000
10	BATA	210,082,000,000	149,150,000,000	54,357,000,000	60,931,000,000	411,028,000,000	48,362,000,000	13,000,000
11	LTLS	902,286,000,000	396,699,000,000	283,651,000,000	457,993,000,000	1,113,638,000,000	19,451,000,000	780,000,000
12	UNIC	1,855,530,000,000	786,544,000,000	754,546,000,000	1,068,986,000,000	1,540,879,000,000	80,676,000,000	383,331,363
13	EKAD	58,491,000,000	48,570,000,000	12,496,000,000	9,783,000,000	76,514,000,000	6,247,000,000	44,721,000
14	IGAR	237,577,000,000	121,962,000,000	93,373,000,000	115,614,000,000	390,586,000,000	18,516,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	6,939,238,000,000	3,271,648,000,000	4,373,801,000,000	3,667,590,000,000	5,177,273,000,000	268,767,000,000	539,152,000
16	CTBN	663,952,000,000	533,032,000,000	229,420,000,000	130,920,000,000	373,834,000,000	12,619,000,000	80,000,000
17	INTA	670,556,000,000	127,784,000,000	89,614,000,000	542,772,000,000	499,447,000,000	15,724,000,000	174,000,000
18	SMSM	583,627,000,000	348,119,000,000	264,565,000,000	235,519,000,000	603,355,000,000	40,222,000,000	259,733,760
19	TURI	1,111,266,000,000	420,848,000,000	221,045,000,000	690,418,000,000	2,444,867,000,000	73,515,000,000	1,395,000,000
20	MERK	172,336,000,000	149,243,000,000	29,471,000,000	23,093,000,000	220,918,000,000	37,429,000,000	22,400,000
21	TSPC	1,816,536,000,000	1,423,573,000,000	346,962,000,000	392,963,000,000	1,959,435,000,000	316,307,000,000	450,000,000
22	TCID	356,007,000,000	303,471,000,000	170,922,000,000	52,536,000,000	582,748,000,000	58,109,000,000	156,000,000
23	MRAT	291,549,000,000	240,160,000,000	55,679,000,000	51,389,000,000	252,977,000,000	20,452,000,000	107,000,000
24	UNVR	3,091,853,000,000	2,019,748,000,000	745,295,000,000	1,072,105,000,000	7,015,181,000,000	978,249,000,000	763,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TERAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE $17=(9^{*10})/4$	MBVA $18=[(3-4)/(9^{*10})]/3$	PER 19=10/13	VPE $20=[(3-4)/(9^{*10})]/5$	CEBVA $21=(5t-540)/3$
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10)/4	18=[(3-4)/(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3-4)/(9*10)]/5	21=(5t-540)/3
37,500	38,421	7,967	5,023	860	0.02	0.17	2.24	1.50	7.47	2.42	0.09
8,200	8,679	1,604	2,800	400	0.05	0.14	0.44	0.57	2.93	1.39	-0.01
600	842	848	86	28	0.05	0.33	1.50	1.12	6.98	3.02	0.02
27,500	29,233	5,482	4,037	3097	0.11	0.77	2.05	1.62	6.81	3.12	-0.03
260	285	0	23	0	0.00	0.00	1.26	1.15	11.30	2.22	0.02
600	713	588	10	5	0.01	0.50	2.20	1.62	60.00	2.17	0.20
8,300	9,658	9,668	1,085	300	0.04	0.28	1.64	1.41	7.65	5.71	0.10
450	515	500	51	0	0.00	0.00	0.15	0.64	8.82	1.12	-0.15
2,000	1,560	518	210	15	0.01	0.07	2.09	1.06	9.52	66.36	0.00
15,000	19,758	5,377	3,720	1150	0.08	0.31	1.31	1.22	4.03	4.71	-0.01
180	262	250	25	5	0.03	0.20	0.35	0.72	7.20	2.28	0.11
1,350	1,285	1,275	209	269	0.20	1.29	0.66	0.86	6.46	2.10	-0.11
500	484	346	140	75	0.15	0.54	0.46	0.55	3.57	2.58	0.02
85	94	87	18	3	0.04	0.17	0.73	0.86	4.72	2.19	0.01
8,150	7,925	0	453	231.14	0.03	0.51	1.34	1.16	17.99	1.84	-0.03
8,000	7,950	195	37	268.5	0.03	7.26	1.20	1.16	216.22	3.36	-0.11
240	345	229	90	9.67	0.04	0.11	0.33	0.87	2.67	6.52	0.02
1,450	1,521	0	155	150	0.10	0.97	1.08	1.05	9.35	2.31	-0.04
285	277	288	53	16	0.06	0.30	0.94	0.98	5.38	4.92	0.03
10,000	12,063	6,214	1,671	1	0.00	0.00	1.50	1.43	5.98	8.38	0.09
4,125	4,458	4,088	703	400	0.10	0.57	1.30	1.24	5.87	6.48	0.04
1,500	1,863	0	372	150	0.10	0.40	0.77	0.80	4.03	1.68	0.00
360	1,389	955	48	36	0.10	0.75	0.16	0.31	7.50	1.61	0.01
18,200	20,196	18,275	1,282	500	0.03	0.39	6.88	4.84	14.20	20.07	0.02

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	850 return Harga tutup	Actual return Harga tutup
$22 = (5t - 5t0) / ((3 - 4) + (9 * 10))$	$23 = 6/4$	$24 = 6 / (9 * 10)$	$25 = (7t - 7t0) / 7t0$	$26 = (8t - 8t0) / 8t0$	$27 = (4t - 4t0) / 4t0$	$28 = (3t - 3t0) / 3t0$	29	30
0.06	1.44	0.65	0.29	0.38	0.34	0.06	39,303	1.45
-0.02	0.28	0.64	-0.09	0.01	0.15	0.10	8,976	0.13
0.01	3.16	2.11	0.12	0.08	0.03	0.18	850	0.08
-0.02	0.68	0.33	-0.05	-0.25	-0.03	-0.08	30,114	0.23
0.02	0.75	0.59	0.21	0.36	0.13	0.16	286	-0.76
0.13	0.94	0.43	-0.15	-0.38	0.04	0.05	692	0.21
0.07	0.59	0.36	0.17	0.00	0.18	0.15	9,661	-0.17
-0.23	1.40	9.58	-0.15	-1.09	-0.13	-0.15	572	0.01
0.00	0.92	0.44	0.04	-0.11	0.20	7.88	1,480	0.21
0.00	0.41	0.31	0.01	-0.24	0.05	-0.06	20,502	0.54
0.16	1.15	3.26	0.07	-0.60	0.02	0.18	264	-0.18
-0.13	1.36	2.07	-0.18	-0.12	-0.02	-0.16	1,285	0.03
0.03	0.20	0.44	-0.05	0.05	0.04	-0.02	497	-0.10
0.02	0.95	1.30	0.19	1.31	0.16	-0.05	90	0.07
-0.03	1.12	0.83	0.11	-0.15	0.03	-0.21	7,923	0.29
-0.09	0.25	0.20	-0.08	-0.22	-0.15	-0.35	7,958	-0.10
0.02	4.25	13.00	0.57	1.80	0.28	0.29	224	-0.30
-0.04	0.68	0.63	0.07	-0.26	0.05	0.03	1,547	-0.12
0.03	1.64	1.74	0.04	-0.07	0.16	0.00	277	-0.65
0.06	0.15	0.10	-0.01	-0.34	0.17	0.06	12,752	0.52
0.03	0.28	0.21	0.10	0.00	0.12	0.09	4,790	0.64
0.00	0.17	0.22	0.10	0.24	0.15	0.00	1,917	-0.17
0.04	0.21	1.33	0.11	-0.44	-0.04	-0.01	1,407	0.17
0.00	0.53	0.08	0.17	10.03	0.17	10.53	20,244	0.27

2003

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	IML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	5.233.020,000,000	270.764,000,000	310.916,000,000	252.538,000,000	1.077.222,000,000	62.071,000,000	13.162,473
2	DLTA	398.250,000,000	326.828,000,000	142.936,000,000	71.422,000,000	302.646,000,000	38.149,000,000	16.013,181
3	INDF	15.308,854,000,000	4.093,881,000,000	5.825,951,000,000	11.214,974,000,000	17.871,425,000,000	603,481,000,000	9,443,269,500
4	MLBI	483,004,000,000	268,297,000,000	245,422,000,000	214,707,000,000	562,852,000,000	90,222,000,000	21,070,000
5	STTP	505,507,000,000	300,499,000,000	268,915,000,000	205,009,000,000	701,077,000,000	31,182,000,000	1,310,000,000
6	ULJT	1.120,851,000,000	560,705,000,000	781,152,000,000	560,146,000,000	490,632,000,000	7,465,000,000	1,925,588,000
7	GGRM	17,338,899,000,000	10,970,871,000,000	4,936,413,000,000	6,368,028,000,000	23,137,376,000,000	1,838,673,000,000	1,924,088,000
8	INDR	4,530,168,000,000	1,948,436,000,000	2,494,146,000,000	2,581,733,000,000	3,008,771,000,000	40,875,000,000	654,351,707
9	PBRX	112,292,000,000	73,448,000,000	18,106,000,000	38,844,000,000	264,225,000,000	5,822,000,000	384,000,000
10	BATA	232,263,000,000	158,431,000,000	53,680,000,000	73,833,000,000	407,805,000,000	35,931,000,000	13,000,000
11	LTLS	1,228,714,000,000	399,392,000,000	380,158,000,000	829,322,000,000	1,258,443,000,000	7,647,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,256,579,000,000	842,313,000,000	927,990,000,000	1,414,265,000,000	2,119,267,000,000	62,715,000,000	383,331,363
13	EKAD	60,825,000,000	49,788,000,000	12,816,000,000	11,037,000,000	81,874,000,000	4,342,000,000	44,721,600
14	IGAR	236,244,000,000	137,735,000,000	76,615,000,000	98,509,000,000	365,639,000,000	16,107,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	6,649,970,000,000	3,513,178,000,000	4,034,198,000,000	3,136,792,000,000	5,445,330,000,000	399,007,000,000	593,152,000
16	CTBN	655,324,000,000	501,299,000,000	194,269,000,000	154,025,000,000	616,000,000,000	14,380,000,000	80,000,000
17	INTA	651,719,000,000	130,432,000,000	74,580,000,000	521,287,000,000	471,862,000,000	2,648,000,000	174,000,000
18	SMSM	632,610,000,000	357,328,000,000	251,393,000,000	275,282,000,000	637,589,000,000	47,898,000,000	259,733,760
19	TURI	1,487,299,000,000	470,487,000,000	266,126,000,000	1,016,812,000,000	2,700,370,000,000	82,142,000,000	1,395,000,000
20	MERK	200,328,000,000	159,503,000,000	45,773,000,000	40,825,000,000	296,320,000,000	50,580,000,000	22,400,000
21	TSPC	1,943,561,000,000	1,557,613,000,000	398,461,000,000	385,785,000,000	2,124,162,000,000	322,698,000,000	450,000,000
22	TCID	386,344,000,000	342,567,000,000	181,434,000,000	181,434,000,000	637,156,000,000	62,496,000,000	156,000,000
23	MRAT	274,634,000,000	233,854,000,000	52,325,000,000	40,780,000,000	229,779,000,000	10,766,000,000	428,000,000
24	UNVR	3,416,262,000,000	2,095,659,000,000	876,480,000,000	1,320,603,000,000	8,123,625,000,000	1,296,711,000,000	763,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) ⁴	MBVA 18=[(3- 4)+(9*10)]/3	PER 19=10/13	VPE 20=[(3- 4)+(9*10)]/5	CERVA 21=(5+ 50)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) ⁴	18=[(3- 4)+(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3- 4)+(9*10)]/5	21=(5+ 50)/3
47,800	45,563	5,215	4,805	800	0.02	0.17	2.32	1.07	9.95	17.98	-0.01
8,700	9,025	1,713	2,352	350	0.04	0.15	0.43	0.53	3.70	1.47	-0.03
800	713	711	64	28	0.04	0.44	1.85	1.23	12.50	3.22	0.01
32,000	30,958	4,237	4,282	3342	0.10	0.78	2.51	1.84	7.47	3.62	0.00
180	203	0	24	0	0.00	0.00	0.78	0.87	7.50	1.64	0.05
450	491	0	4	0	0.00	0.00	1.55	1.27	112.50	1.83	0.02
13,600	10,050	9,940	956	300	0.02	0.31	2.39	1.88	14.23	6.59	0.07
525	450	411	62	0	0.00	0.00	0.18	0.65	8.47	1.17	-0.06
385	343	324	15	5	0.01	0.33	2.01	1.66	25.67	10.31	-0.04
14,100	15,979	5,172	2,764	600	0.04	0.22	1.16	1.11	5.10	4.79	0.00
285	249	240	10	2	0.01	0.20	0.56	0.86	28.50	2.77	0.08
3,000	1,902	2,950	164	49	0.02	0.30	1.37	1.14	18.29	2.76	0.08
950	707	322	97	10	0.01	0.10	0.85	0.88	9.79	4.18	0.01
135	123	119	15	0	0.00	0.00	1.03	1.02	9.00	3.14	-0.07
7,850	7,067	0	628	0	0.00	0.00	1.33	1.17	12.50	1.93	-0.05
8,000	8,021	166	180	0	0.00	0.00	1.28	1.21	44.44	4.09	-0.05
310	293	176	25	0	0.00	0.00	0.41	0.88	12.40	7.71	-0.02
265	906	268	37	35	0.13	0.95	0.19	0.54	7.16	1.37	-0.02
300	260	0	58	12	0.04	0.21	0.89	0.97	5.17	5.39	0.03
16,000	11,688	6,641	2,258	1400	0.09	0.62	2.25	1.99	7.09	8.72	0.08
5,900	4,686	0	717	85	0.01	0.12	1.70	1.56	8.23	7.63	0.03
2,350	2,069	0	396	165	0.07	0.42	1.07	1.06	5.93	2.26	0.03
435	478	393	25	0	0.00	0.00	0.80	0.83	17.40	4.34	-0.01
3,625	500	3,700	170	80	0.02	0.47	1.32	1.20	21.32	4.66	0.04

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	9009	Actual return Harga tutup
$22=(5t-5t0)/(3-4)+(9+10)$	$23=6/4$	$24=6/(9+10)$	$25=(7t-7t0)/7t0$	$26=(8t-8t0)/8t0$	$27=(4t-4t0)/4t0$	$28=(3t-3t0)/3t0$	29	30
0.00	0.93	0.40	0.05	-0.06	0.23	8.59	45,212	0.15
-0.06	0.22	0.51	0.09	-0.15	0.11	0.05	9,009	0.00
0.01	2.74	1.48	0.09	-0.25	0.12	0.00	719	-0.15
0.00	0.80	0.32	0.04	0.06	-0.05	0.02	31,258	0.04
0.06	0.68	0.87	0.12	0.03	0.12	0.07	206	-0.28
0.02	1.00	0.65	0.20	-0.61	0.07	0.10	488	-0.29
0.03	0.58	0.24	0.10	-0.12	0.13	0.12	9,951	0.03
-0.10	1.33	7.52	0.06	0.22	-0.03	-0.06	452	-0.21
-0.02	0.53	0.26	-0.12	-0.64	0.00	-0.92	388	-0.74
0.00	0.47	0.40	-0.01	-0.26	0.06	0.11	15,829	-0.23
0.09	2.08	3.73	0.13	-0.61	0.01	0.36	246	-0.07
0.07	1.68	1.23	0.38	-0.22	0.07	0.22	1,811	0.41
0.01	0.22	0.26	0.07	-0.30	0.03	0.04	680	0.37
-0.07	0.72	0.69	-0.06	-0.13	0.13	-0.01	123	0.37
-0.04	0.89	0.67	0.05	0.48	0.07	-0.04	7,865	-0.01
-0.04	0.31	0.24	0.65	0.14	-0.06	-0.01	8,021	0.01
-0.03	4.00	9.66	-0.06	-0.83	0.02	-0.03	294	0.31
-0.04	0.77	4.00	0.06	0.19	0.03	0.08	938	-0.39
0.03	2.16	2.43	0.10	0.12	0.12	0.34	287	0.04
0.04	0.26	0.11	0.34	0.35	0.07	0.16	11,419	-0.10
0.02	0.25	0.15	0.08	0.02	0.09	0.07	5,009	0.05
0.03	0.53	0.49	0.09	0.08	0.13	0.09	2,047	0.07
-0.01	0.17	0.22	-0.09	-0.47	-0.03	-0.06	469	-0.67
0.03	0.63	0.48	0.16	0.33	0.04	0.10	16,387	-0.19

2004

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	671,109,000,000	355,338,000,000	290,365,000,000	30,862,000,000	1,333,147,000,000	91,582,000,000	13,162,473
2	DLTA	455,244,000,000	355,251,000,000	131,377,000,000	99,357,000,000	353,481,000,000	38,708,000,000	16,013,181
3	INDF	15,673,356,000,000	4,189,916,000,000	6,013,390,000,000	10,727,582,000,000	17,918,528,000,000	386,919,000,000	9,444,189,000
4	MLBI	533,081,000,000	249,535,000,000	277,696,000,000	303,532,000,000	710,911,000,000	87,313,000,000	21,070,000
5	STTP	470,177,000,000	317,963,000,000	250,677,000,000	152,214,000,000	712,558,000,000	28,599,000,000	1,310,000,000
6	ULTI	1,300,240,000,000	809,938,000,000	780,339,000,000	490,302,000,000	546,325,000,000	4,412,000,000	2,888,382,000
7	GCRM	20,591,389,000,000	12,183,853,000,000	6,927,897,000,000	8,394,061,000,000	24,291,692,000,000	1,790,209,000,000	1,924,088,000
8	INDR	4,937,424,000,000	2,194,257,000,000	2,641,920,000,000	2,743,170,000,000	3,936,841,000,000	46,012,000,000	654,351,707
9	PBRX	127,475,000,000	78,443,000,000	19,503,000,000	48,359,000,000	307,709,000,000	7,734,000,000	384,000,000
10	BATA	260,735,000,000	170,710,000,000	56,980,000,000	90,025,000,000	440,925,000,000	35,309,000,000	13,000,000
11	LTLS	1,426,798,000,000	450,186,000,000	442,133,000,000	904,164,000,000	1,705,586,000,000	51,917,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,890,880,000,000	1,095,924,000,000	963,966,000,000	1,754,184,000,000	2,776,817,000,000	163,763,000,000	383,331,363
13	EKAD	63,486,000,000	52,037,000,000	11,736,000,000	11,450,000,000	79,596,000,000	4,141,000,000	223,608,000
14	IGAR	283,712,000,000	163,555,000,000	92,455,000,000	91,611,000,000	375,207,000,000	26,298,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	6,665,831,000,000	3,642,437,000,000	3,674,298,000,000	2,960,744,000,000	6,067,558,000,000	508,916,000,000	593,152,000
16	CTBN	650,562,000,000	545,699,000,000	183,612,000,000	103,602,000,000	670,591,000,000	13,789,000,000	80,000,000
17	INTA	780,040,000,000	136,228,000,000	63,643,000,000	643,812,000,000	701,756,000,000	5,440,000,000	174,000,000
18	SM5M	650,930,000,000	343,158,000,000	243,707,000,000	244,958,000,000	730,962,000,000	57,371,000,000	1,298,668,800
19	TURI	2,002,792,000,000	593,307,000,000	557,593,000,000	1,409,485,000,000	3,357,708,000,000	152,731,000,000	1,395,000,000
20	MERK	200,466,000,000	154,021,000,000	48,972,000,000	46,429,000,000	373,341,000,000	57,239,000,000	22,400,000
21	TSPC	2,141,419,000,000	1,686,446,000,000	459,049,000,000	379,832,000,000	2,371,553,000,000	323,093,000,000	450,000,000
22	TCID	472,364,000,000	397,729,000,000	212,217,000,000	74,635,000,000	800,612,000,000	82,492,000,000	156,000,000
23	M RAT	294,415,000,000	247,602,000,000	54,257,000,000	46,803,000,000	243,879,000,000	13,151,000,000	428,000,000
24	UNVR	3,647,098,000,000	2,258,447,000,000	1,348,402,000,000	1,370,368,000,000	8,984,822,000,000	1,464,182,000,000	7,630,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE $17=(9*10)^4$	MBVA $18=[(3-4)+(9*10)]/3$	PER 19=10/13	VPPE $20=[(3-4)+(9*10)]/5$	CEBVA 21=(5*-5*0)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	4	3	13	5	3
48,000	43,633	6,452	6,958	1180	0.02	0.17	1.78	1.41	6.90	3.26	-0.03
14,500	10,567	2,055	2,417	350	0.02	0.14	0.65	0.73	6.00	2.53	-0.03
800	744	736	41	18	0.02	0.44	1.80	1.21	19.51	3.17	0.01
42,500	39,917	3,998	4,144	3000	0.07	0.72	3.59	2.21	10.26	4.25	0.06
180	184	52	22	0	0.00	0.00	0.74	0.83	8.18	1.55	-0.04
425	415	241	2	0	0.00	0.00	1.52	1.32	212.50	2.20	0.00
13,550	13,663	13744.72	930	500	0.04	0.54	2.14	1.67	14.57	4.98	0.10
625	511	473	70	0	0.00	0.00	0.19	0.64	8.93	1.19	0.03
405	370	357	20	7	0.02	0.35	1.98	1.60	20.25	10.49	0.01
14,000	15,029	2,432	2716	650	0.05	0.24	1.07	1.04	5.15	4.77	0.01
370	208	256	67	17	0.05	0.25	0.64	0.89	5.52	2.86	0.04
2,525	2,012	641	427	24	0.01	0.06	0.88	0.96	5.91	2.87	0.01
245	269	215	19	10	0.04	0.53	1.05	1.04	12.89	5.64	-0.02
105	118	118	25	5	0.05	0.20	0.67	0.81	4.20	2.49	0.06
12,850	9,755	8,846	858	268	0.02	0.31	2.09	1.60	14.98	2.90	-0.05
8,000	8,000	82	172	0.23	0.00	0.00	1.17	1.14	46.51	4.06	-0.02
525	307	120	31	15	0.03	0.48	0.67	0.94	16.94	11.55	-0.01
290	278	179	44	0	0.00	0.00	1.10	1.05	6.59	2.81	-0.01
675	416	340	109	27	0.04	0.25	1.59	1.17	6.19	4.22	0.15
22,800	20,858	11,144	2,555	1400	0.06	0.55	3.32	2.78	8.92	11.38	0.02
7,600	6,896	6,017	718	400	0.05	0.56	2.03	1.81	10.58	8.44	0.03
4,000	3,231	2,386	529	200	0.05	0.38	1.57	1.48	7.56	3.29	0.07
410	759	350	31	80	0.20	2.58	0.71	0.76	13.23	4.10	0.01
3,300	3,521	3,613	192	80	0.02	0.42	11.15	7.28	17.19	19.70	0.13

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	42927	Actual return Harga tutup
$22 = (5t - 5t0) / ((3 - 4) + (9 * 10))$	$23 = 6/4$	$24 = 6 / (9 * 10)$	$25 = (7t - 7t0) / 7t0$	$26 = (8t - 8t0) / 8t0$	$27 = (4t - 4t0) / 4t0$	$28 = (3t - 3t0) / 3t0$	29	30
-0.02	0.09	0.05	0.24	0.48	0.31	-0.87	42,927	-0.05
-0.03	0.28	0.43	0.17	0.01	0.09	0.14	9,683	0.07
0.01	2.56	1.42	0.00	-0.35	0.02	0.02	744	0.03
0.03	1.22	0.34	0.26	-0.03	-0.07	0.10	38,731	0.24
-0.05	0.48	0.65	0.02	-0.08	0.06	-0.07	184	-0.11
0.00	0.61	0.40	0.11	-0.41	0.44	0.16	417	-0.15
0.06	0.69	0.32	0.05	-0.03	0.11	0.19	13,742	0.38
0.05	1.25	6.71	0.31	0.13	0.13	0.09	473	0.05
0.01	0.62	0.31	0.16	0.33	0.07	0.14	362	-0.07
0.01	0.53	0.49	0.08	-0.02	0.08	0.12	15,073	-0.05
0.05	2.01	3.13	0.36	5.79	0.13	0.16	269	0.09
0.01	1.60	1.81	0.31	1.61	0.30	0.28	2,474	0.37
-0.02	0.22	0.21	-0.03	-0.05	0.05	0.04	286	-0.58
0.07	0.56	0.83	0.03	0.63	0.19	0.20	121	-0.02
-0.03	0.81	0.39	0.11	0.28	0.04	0.00	9,291	0.18
-0.01	0.19	0.16	0.09	-0.04	0.09	-0.01	8,000	0.00
-0.01	4.73	7.05	0.49	1.05	0.04	0.20	285	-0.03
-0.01	0.71	0.65	0.15	0.20	-0.04	0.03	271	-0.71
0.12	2.38	1.50	0.24	0.86	0.26	0.35	369	0.29
0.01	0.30	0.09	0.26	0.13	-0.03	0.00	20,388	0.79
0.02	0.23	0.11	0.12	0.00	0.08	0.10	6,534	0.30
0.04	0.19	0.12	0.26	0.32	0.16	0.22	2,965	0.45
0.01	0.19	0.27	0.06	0.22	0.06	0.07	430	-0.08
0.02	0.61	0.05	0.11	0.13	0.08	0.07	3,612	-0.78

2005

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	730,586,000,000	405,324,000,000	287,735,000,000	316,359,000,000	1,563,156,000,000	64,350,000,000	13,162,473
2	DLTA	537,785,000,000	406,052,000,000	129,736,000,000	130,911,000,000	432,729,000,000	56,405,000,000	16,013,181
3	INDF	14,786,084,000,000	4,308,448,000,000	6,041,763,000,000	10,042,583,000,000	18,764,650,000,000	124,018,000,000	9,444,189,000
4	MLBI	575,385,000,000	227,912,000,000	340,460,000,000	347,434,000,000	852,613,000,000	87,014,000,000	21,070,000
5	STTP	477,444,000,000	328,600,000,000	240,075,000,000	148,844,000,000	641,698,000,000	10,637,000,000	1,310,000,000
6	ULTJ	1,254,444,000,000	814,466,000,000	786,798,000,000	439,122,000,000	711,732,000,000	4,528,000,000	2,888,382,000
7	GGRM	22,128,851,000,000	13,111,455,000,000	7,314,532,000,000	9,001,696,000,000	24,847,345,000,000	1,889,646,000,000	1,924,088,000
8	INDR	5,503,482,000,000	2,316,481,000,000	2,797,394,000,000	3,186,997,000,000	4,621,110,000,000	20,404,000,000	654,351,707
9	PBRX	390,216,000,000	110,178,000,000	61,089,000,000	281,853,000,000	1,101,503,000,000	10,301,000,000	445,440,000
10	BATA	305,779,000,000	176,296,000,000	68,446,000,000	129,483,000,000	434,916,000,000	25,086,000,000	13,000,000
11	LTLS	1,608,866,000,000	496,240,000,000	475,495,000,000	1,042,374,000,000	2,166,528,000,000	52,425,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,698,410,000,000	1,194,610,000,000	1,074,382,000,000	1,451,937,000,000	2,945,185,000,000	48,851,000,000	383,331,363
13	EKAD	75,164,000,000	54,805,000,000	11,926,000,000	20,358,000,000	104,744,000,000	5,185,000,000	223,608,000
14	IGAR	274,728,000,000	170,538,000,000	85,922,000,000	71,690,000,000	439,234,000,000	13,778,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	7,296,964,000,000	4,487,178,000,000	3,422,799,000,000	27,406,607,000,000	7,532,208,000,000	1,022,568,000,000	593,152,000
16	CTBN	1,063,888,000,000	623,972,000,000	193,862,000,000	436,182,000,000	1,198,747,000,000	73,530,000,000	80,000,000
17	INTA	887,644,000,000	315,450,000,000	57,703,000,000	572,194,000,000	786,522,000,000	17,998,000,000	174,000,000
18	SMSM	663,138,000,000	370,522,000,000	246,071,000,000	227,268,000,000	861,531,000,000	60,135,000,000	1,298,668,800
19	TURI	2,723,288,000,000	678,147,000,000	594,327,000,000	2,045,141,000,000	4,698,222,000,000	142,732,000,000	1,395,000,000
20	MERK	218,034,000,000	180,361,000,000	47,022,000,000	37,657,000,000	386,346,000,000	57,700,000,000	22,400,000
21	TSPC	2,345,760,000,000	1,793,257,000,000	592,773,000,000	472,473,000,000	247,974,000,000	296,825,000,000	450,000,000
22	TCID	545,695,000,000	459,394,000,000	240,982,000,000	86,301,000,000	904,764,000,000	92,865,000,000	156,000,000
23	MRAT	290,646,000,000	255,624,000,000	53,034,000,000	35,010,000,000	208,097,000,000	8,510,000,000	428,000,000
24	UNVR	3,842,351,000,000	2,173,526,000,000	1,495,659,000,000	1,658,391,000,000	9,992,135,000,000	1,440,485,000,000	7,630,000,000

HARGA PENUTUPA NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RAJA-RAJA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE	MBVA	PER	VPEE	CEBVA
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) ⁴	18=[(3- 4)+(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3- 4)+(9*10)]/5	21=(5- 50)/3
52,500	42,442	10,485	4,889	830	0.02	0.17	1.70	1.39	10.74	3.53	-0.004
36,000	22,667	5,391	3,522	700	0.02	0.20	1.42	1.32	10.22	5.46	-0.003
910	933	988	13	5	0.01	0.38	1.99	1.29	70.00	3.16	0.002
50,000	46,392	8,507	4,130	3165	0.06	0.77	4.62	2.43	12.11	4.11	0.109
150	158	101	8	0	0.00	0.00	0.60	0.72	18.75	1.44	-0.022
310	288	190	2	5	0.02	2.50	1.10	1.06	155.00	1.70	0.005
11,650	12,075	13,714	982	500	0.04	0.51	1.71	1.42	11.86	4.30	0.017
470	542	555	31	0	0.00	0.00	0.13	0.63	15.16	1.25	0.028
375	372	248	23	2	0.01	0.09	1.52	1.15	16.30	7.32	0.107
14,500	14,933	4,535	1,930	150	0.01	0.08	1.07	1.04	7.51	4.65	0.037
480	538	564	67	17	0.04	0.25	0.75	0.92	7.16	3.13	0.021
2,875	3,125	780	127	0	0.00	0.00	0.92	0.97	22.64	2.43	0.041
340	316	126	23	0	0.00	0.00	1.39	1.28	14.78	8.08	0.003
105	122	123	13	5	0.05	0.38	0.65	0.78	8.08	2.50	-0.024
17,800	18,354	17,012	1,724	0	0.00	0.00	2.35	1.83	10.32	3.91	-0.034
8,500	8,125	102	919	689	0.08	0.75	1.09	1.05	9.25	5.78	0.010
580	570	525	103	15	0.03	0.15	0.32	0.76	5.63	11.67	-0.007
305	314	184	46	25	0.08	0.54	1.07	1.04	6.63	2.80	0.004
690	781	747	102	19	0.03	0.19	1.42	1.10	6.76	5.06	0.013
24,300	25,233	12,303	2,576	1400	0.06	0.54	3.02	2.67	9.43	12.38	-0.009
5,650	6,654	6,573	660	0	0.00	0.00	1.42	1.32	8.56	5.22	0.057
4,100	4,631	2,573	595	220	0.05	0.37	1.39	1.33	6.89	3.01	0.053
270	348	342	20	0	0.00	0.00	0.45	0.52	13.50	2.84	-0.004
4,275	4,075	3,900	189	120	0.03	0.63	15.01	8.92	22.62	22.92	0.038

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	32	Actual return Harga tutup
$22=(5t-5t0)/((3-4)+(9*10))$	23=6/4	24=6/(9*10)	25=(7t-7t0)/7t0	26=(8t-8t0)/8t0	27=(4t-4t0)/4t0	28=(3t-3t0)/3t0	29	30
-0.003	0.781	0.458	0.173	-0.30	0.14	0.09	50,401	0.17
-0.002	0.322	0.227	0.224	0.46	0.14	0.18	19,569	1.02
0.001	2.331	1.169	0.047	-0.68	0.03	-0.06	989	0.33
0.045	1.524	0.330	0.199	0.00	-0.09	0.08	44,998	0.16
-0.031	0.453	0.757	-0.099	-0.63	0.03	0.02	170	-0.08
0.005	0.539	0.490	0.303	0.03	0.01	-0.04	327	-0.22
0.012	0.687	0.402	0.023	0.06	0.08	0.07	13,707	0.00
0.044	1.376	10.363	0.174	-0.56	0.06	0.11	579	0.22
0.093	2.558	1.687	2.580	0.33	0.40	2.06	374	0.03
0.036	0.734	0.687	-0.014	-0.29	0.03	0.17	15,191	0.01
0.022	2.101	2.784	0.270	0.01	0.10	0.13	562	1.09
0.042	1.215	1.317	0.061	-0.70	0.09	-0.07	3,265	0.32
0.002	0.371	0.268	0.316	0.25	0.05	0.18	307	0.07
-0.030	0.420	0.650	0.171	-0.48	0.04	-0.03	128	0.06
-0.019	6.108	2.596	0.241	1.01	0.23	0.09	17,911	0.93
0.009	0.699	0.641	0.788	4.33	0.14	0.64	8,000	0.00
-0.009	1.814	5.670	0.121	2.31	1.32	0.14	570	1.00
0.003	0.613	0.574	0.179	0.05	0.08	0.02	312	0.15
0.012	3.016	2.125	0.399	-0.07	0.14	0.36	809	1.19
-0.003	0.209	0.069	0.035	0.01	0.17	0.09	25,710	0.26
0.043	0.263	0.186	-0.895	-0.08	0.06	0.10	7,060	0.08
0.040	0.188	0.135	0.130	0.13	0.16	0.16	4,706	0.59
-0.008	0.137	0.303	-0.147	-0.35	0.03	-0.01	377	-0.12
0.004	0.763	0.051	0.112	-0.02	-0.04	0.05	3,928	0.09

2006

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	795,244,000,000	447,226,000,000	259,610,000,000	342,897,000,000	1,683,721,000,000	48,854,000,000	13,162,473
2	DLTA	571,243,000,000	431,919,000,000	121,275,000,000	137,928,000,000	396,733,000,000	43,284,000,000	16,013,181
3	INDF	16,267,483,000,000	5,034,463,000,000	6,463,898,000,000	10,575,307,000,000	21,941,558,000,000	661,210,000,000	9,444,189,000
4	MLBI	610,437,000,000	198,461,000,000	363,681,000,000	411,907,000,000	891,001,000,000	73,581,000,000	21,070,000
5	STTP	467,491,000,000	343,026,000,000	239,295,000,000	124,466,000,000	555,208,000,000	14,426,000,000	1,310,000,000
6	ULTJ	1,249,080,000,000	814,799,000,000	790,208,000,000	433,177,000,000	835,230,000,000	14,732,000,000	2,888,382,000
7	CGRM	21,733,034,000,000	13,157,233,000,000	6,841,100,000,000	8,558,428,000,000	26,339,297,000,000	1,007,822,000,000	1,924,088,000
8	INDR	5,352,244,000,000	2,132,136,000,000	2,989,346,000,000	3,220,108,000,000	4,254,481,000,000	18,076,000,000	654,351,707
9	PBRX	553,846,000,000	118,177,000,000	125,203,000,000	441,171,000,000	1,426,609,000,000	9,748,000,000	445,440,000
10	BATA	271,461,000,000	190,087,000,000	68,222,000,000	81,374,000,000	428,630,000,000	20,161,000,000	13,000,000
11	LTL5	1,830,516,000,000	506,603,000,000	527,490,000,000	1,233,125,000,000	2,413,259,000,000	29,677,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,747,039,000,000	1,110,723,000,000	928,452,000,000	1,583,046,000,000	2,917,451,000,000	11,280,000,000	383,331,363
13	EKAD	74,647,000,000	57,875,000,000	12,202,000,000	16,710,000,000	110,127,000,000	5,764,000,000	559,020,000
14	IGAR	290,145,000,000	177,135,000,000	75,557,000,000	78,245,000,000	411,579,000,000	9,964,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	7,496,419,000,000	5,499,614,000,000	3,162,919,000,000	1,915,243,000,000	8,727,858,000,000	1,295,521,000,000	593,152,000
16	CTBN	1,580,619,000,000	740,560,000,000	259,449,000,000	836,247,000,000	2,465,461,000,000	211,228,000,000	80,000,000
17	INTA	831,846,000,000	310,576,000,000	49,143,000,000	521,270,000,000	608,332,000,000	7,066,000,000	432,005,844
18	SMSM	716,686,000,000	451,062,000,000	259,035,000,000	239,648,000,000	881,116,000,000	66,175,000,000	1,298,668,000
19	TURI	2,857,847,000,000	673,853,000,000	507,645,000,000	2,183,994,000,000	3,874,394,000,000	22,211,000,000	1,395,000,000
20	MERK	282,699,000,000	235,539,000,000	46,284,000,000	47,120,000,000	487,601,000,000	86,538,000,000	22,400,000
21	TSPC	2,479,251,000,000	1,942,441,000,000	615,316,000,000	447,319,000,000	2,729,224,000,000	272,584,000,000	4,500,000,000
22	TCID	672,197,000,000	607,648,000,000	303,087,000,000	64,549,000,000	95,163,000,000	100,118,000,000	180,960,000
23	MRAT	291,769,000,000	264,313,000,000	52,281,000,000	27,444,000,000	226,387,000,000	9,096,000,000	428,000,000
24	UNVR	4,626,000,000,000	2,368,527,000,000	1,724,663,000,000	2,249,381,000,000	11,335,241,000,000	1,721,595,000,000	7,630,000,000

HARGA PENUTUPAN NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10) ⁴	MBVA 18=((3- 4)+(9*10))/3	PER 19=10/13	VPPE 20=((3- 4)+(9*10))/5	CEBVA 21=(5- 560)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10) ⁴	18=((3- 4)+(9*10))/3	19=10/13	20=((3- 4)+(9*10))/5	21=(5- 560)/3
110,000	88,833	8,716	3,712	630	0.01	0.17	3.24	2.26	29.63	6.92	-0.04
22,800	30,175	4,018	2,703	0	0.00	0.00	0.85	0.88	8.44	4.16	-0.01
1,350	1,094	992	70	35	0.03	0.50	2.53	1.47	19.29	3.71	0.03
55,000	51,717	7,453	3,492	2640	0.05	0.76	5.84	2.57	15.75	4.32	0.04
210	149	54	11	0	0.00	0.00	0.80	0.85	19.09	1.67	0.00
435	319	158	5	0	0.00	0.00	1.54	1.35	87.00	2.14	0.00
10,200	10,138	10,291	524	250	0.02	0.48	1.49	1.30	19.47	4.12	-0.02
480	456	358	28	14	0.03	0.50	0.15	0.66	17.14	1.18	0.04
380	381	207	22	1	0.00	0.05	1.43	1.09	17.27	4.83	0.12
14,000	13,258	2,150	1,551	435	0.03	0.28	0.96	0.97	9.03	3.86	0.00
405	451	461	38	8	0.02	0.21	0.62	0.90	10.66	3.11	0.03
2,725	3,092	1,157	29	0	0.00	0.00	0.94	0.98	93.97	2.89	-0.05
160	298	73	10	3	0.02	0.30	1.55	1.42	16.00	8.70	0.00
95	100	96	9	3	0.03	0.33	0.56	0.73	10.56	2.82	-0.04
36,300	26,404	23,601	2,184	109	0.00	0.05	3.92	3.14	16.62	7.44	-0.03
17,000	11,708	780	2,640	1811	0.11	0.69	1.84	1.39	6.44	8.48	0.04
480	539	477	16	0	0.00	0.00	0.67	0.88	30.00	14.83	-0.01
350	319	121	46	0	0.00	0.00	1.01	1.00	7.61	2.78	0.02
710	675	392	16	5	0.01	0.31	1.47	1.11	44.38	6.25	-0.03
40,000	29,892	11,544	3,863	2000	0.05	0.52	3.80	3.34	10.35	20.38	0.00
900	4,572	5,836	61	25	0.03	0.41	2.09	1.85	14.75	7.45	0.01
6,950	9,365	3,037	553	250	0.04	0.45	2.07	1.97	12.57	4.36	0.09
320	309	247	21	3	0.01	0.14	0.52	0.56	15.24	3.14	0.00
6,600	4,688	4,319	226	125	0.02	0.55	21.26	11.37	29.20	30.51	0.05

2007

NO	KODE	TOTAL AKTIVA	TOTAL EKUITAS	TOTAL AKTIVA TETAP	TOTAL HUTANG	PENJUALAN BERSIH	LABA SETELAH PAJAK	JML SHM BEREDAR
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	AQUA	891,530,000,000	507,270,000,000	302,246,000,000	377,577,000,000	1,952,156,000,000	65,913,000,000	13,162,473
2	DLTA	592,359,000,000	458,432,000,000	133,230,000,000	131,545,000,000	439,823,000,000	47,331,000,000	16,013,181
3	INDF	29,527,466,000,000	7,126,596,000,000	8,079,455,000,000	186,790,420,000,000	27,858,304,000,000	980,357,000,000	9,444,189,000
4	MLBI	621,835,000,000	197,719,000,000	362,811,000,000	424,028,000,000	978,600,000,000	84,385,000,000	21,070,000
5	STTP	517,448,000,000	358,620,000,000	302,176,000,000	158,828,000,000	600,330,000,000	15,595,000,000	1,310,000,000
6	ULTJ	136,283,000,000	831,157,000,000	765,807,000,000	530,492,000,000	1,126,800,000,000	30,317,000,000	2,888,382,000
7	GGRM	23,928,968,000,000	14,119,796,000,000	6,410,978,000,000	9,789,435,000,000	28,158,428,000,000	1,443,585,000,000	1,924,088,000
8	INDR	5,874,702,000,000	2,238,698,000,000	3,221,587,000,000	3,636,004,000,000	4,762,933,000,000	21,763,000,000	654,351,707
9	PBRX	833,093,000,000	142,370,000,000	158,867,000,000	690,173,000,000	1,623,451,000,000	24,638,000,000	445,440,000
10	BATA	332,080,000,000	207,700,000,000	66,262,000,000	124,381,000,000	493,717,000,000	34,578,000,000	13,000,000
11	LTLS	2,135,084,000,000	596,140,000,000	671,047,000,000	144,434,300,000	2,712,536,000,000	71,670,000,000	780,000,000
12	UNIC	2,623,497,000,000	1,204,394,000,000	926,349,000,000	1,364,610,000,000	3,001,992,000,000	33,204,000,000	383,331,363
13	EKAD	84,926,000,000	60,841,000,000	12,593,000,000	24,030,000,000	146,912,000,000	4,233,000,000	559,020,000
14	IGAR	329,797,000,000	189,797,000,000	6,992,200,000	100,120,000,000	469,192,000,000	15,426,000,000	1,050,000,000
15	SMGR	8,515,227,000,000	6,627,262,000,000	310,186,600,000	1,795,641,000,000	9,600,801,000,000	1,775,408,000,000	5,931,520,000
16	CTBN	1,601,065,000,000	845,339,000,000	417,447,000,000	73,623,100,000	262,971,000,000	219,513,000,000	80,000,000
17	INTA	863,818,000,000	320,090,000,000	5,740,000,000	543,728,000,000	710,996,000,000	9,514,000,000	432,005,884
18	SMSM	830,050,000,000	482,204,000,000	318,677,000,000	316,557,000,000	1,064,055,000,000	80,325,000,000	14,975,974,620
19	TURI	3,345,245,000,000	856,276,000,000	632,072,000,000	2,488,969,000,000	4,412,018,000,000	189,816,000,000	1,395,000,000
20	MERK	331,062,000,000	280,224,000,000	46,860,000,000	50,830,000,000	547,238,000,000	89,485,000,000	22,400,000
21	TSPC	2,773,135,000,000	2,115,644,000,000	628,075,000,000	558,369,000,000	3,124,073,000,000	278,358,000,000	4,500,000,000
22	TCID	725,197,000,000	673,640,000,000	312,971,000,000	51,557,000,000	1,018,334,000,000	111,232,000,000	180,960,000
23	MRAT	315,998,000,000	279,559,000,000	53,235,000,000	36,426,000,000	252,123,000,000	11,130,000,000	428,000,000
24	UNVR	5,333,406,000,000	2,692,141,000,000	2,199,810,000,000	2,639,287,000,000	12,544,901,000,000	1,962,147,000,000	7,630,000,000

HARGA PENUTUPA NBULAN TRAKHIR	HARGA PENUTUPAN RATA-RATA	HARGA PASAR SAHAM	LABA PER LEMBAR SAHAM (EPS)	DIVIDEN PER LEMBAR	DY=14/10	DPR=14 /13	MBVE 17=(9*10)/ 4	MBVA 18=[(3- 4)+(9*10)]/3	PER 19=10/13	VPPE 20=[(3- 4)+(9*10)]/5	CEBVA 21=(5- 5*0)/3
10	11	12	13	14	15=14/10	16=14/13	17=(9*10)/ 4	18=[(3- 4)+(9*10)]/3	19=10/13	20=[(3- 4)+(9*10)]/5	21=(5- 5*0)/3
129,500	125,083	3,848	5,008	1000	0.01	0.20	3.36	2.34	25.86	6.91	0.05
16,000	22,242	1,280	2,956	43	0.00	0.01	0.56	0.66	5.41	2.93	0.02
2,575	1,938	1,740	104	0	0.00	0.00	3.41	1.58	24.76	5.78	0.05
55,000	53,142	6,440	4,005	3600	0.07	0.90	5.86	2.55	13.73	4.36	0.00
370	363	131	12	0	0.00	0.00	1.35	1.24	30.83	2.13	0.12
650	535	297	10	0	0.00	0.00	2.26	8.68	65.00	1.54	-0.18
8,500	10,063	10,546	750	250	0.03	0.33	1.16	1.09	11.33	4.08	-0.02
730	640	447	32	0	0.00	0.00	0.21	0.70	22.81	1.28	0.04
355	440	451	55	1	0.00	0.02	1.11	1.02	6.45	5.34	0.04
23,000	16,658	4,388	2,660	6361	0.28	2.39	1.44	1.27	8.65	6.39	-0.01
440	462	465	92	28	0.06	0.30	0.58	0.88	4.78	2.80	0.07
2,800	2,779	655	87	0	0.00	0.00	0.89	0.95	32.18	2.69	0.00
123	136	63	8	0	0.00	0.00	1.13	1.09	15.38	7.37	0.00
119	124	124	15	0	0.00	0.00	0.66	0.80	7.93	37.89	-0.21
5,600	23,546	34,348	2,993	150	0.03	0.05	5.01	4.12	1.87	113.17	-0.34
30,000	23,300	1,077	2,744	1884	0.06	0.69	2.84	1.97	10.93	7.56	0.10
550	557	486	22	0	0.00	0.00	0.74	0.90	25.00	136.12	-0.05
430	345	106	56	20	0.05	0.36	13.35	8.18	7.68	21.30	0.07
1,240	922	665	136	55	0.04	0.40	2.02	1.26	9.12	6.67	0.04
52,500	50,763	14,844	3,995	2300	0.04	0.58	4.20	3.71	13.14	26.18	0.00
750	845	864	62	25	0.03	0.40	1.60	1.45	12.10	6.42	0.00
8,400	7,554	3,510	615	0	0.00	0.00	2.26	2.17	13.66	5.02	0.01
295	314	247	26	5	0.02	0.19	0.45	0.51	11.35	3.06	0.00
6,750	6,417	6,324	257	167	0.02	0.65	19.13	10.15	26.26	24.61	0.09

CEMVA	BDER	BMDER	SG	PG	EG	AG	harga tutup rata-rata	Actual return Harga tutup
$22 = (5i - 5i0) / ((3 - 4) + (9 * 10))$	$23 = 6/4$	$24 = 6 / (9 * 10)$	$25 = (7i - 7i0) / 7i0$	$26 = (8i - 8i0) / 8i0$	$27 = (4i - 4i0) / 4i0$	$28 = (3i - 3i0) / 3i0$	29	30
0.02	0.74	0.22	0.16	0.35	0.13	0.12	123,867	0.46
0.03	0.29	0.51	0.11	0.09	0.06	0.04	23,552	-0.25
0.03	26.21	7.68	0.27	0.48	0.42	0.82	1,760	0.77
0.00	2.14	0.37	0.10	0.15	0.00	0.02	52,807	0.03
0.10	0.44	0.33	0.08	0.08	0.05	0.11	349	1.44
-0.02	0.64	0.28	0.35	1.06	0.02	-0.89	478	0.69
-0.02	0.69	0.60	0.07	0.43	0.07	0.10	10,543	0.03
0.06	1.62	7.61	0.12	0.20	0.05	0.10	614	0.36
0.04	4.85	4.36	0.14	1.53	0.20	0.50	471	0.24
0.00	0.60	0.42	0.15	0.72	0.09	0.22	14,662	0.09
0.08	0.24	0.42	0.12	1.42	0.18	0.17	464	0.00
0.00	1.13	1.27	0.03	1.94	0.08	-0.04	2,768	-0.13
0.00	0.39	0.35	0.33	-0.27	0.05	0.14	141	-0.59
-0.26	0.53	0.80	0.14	0.55	0.07	0.14	124	0.20
-0.08	0.27	0.05	0.10	0.37	0.21	0.14	34,382	0.43
0.05	0.09	0.03	-0.89	0.04	0.14	0.01	20,501	1.01
-0.06	1.70	2.29	0.17	0.35	0.03	0.04	550	-0.01
0.01	0.66	0.05	0.21	0.21	0.07	0.16	315	0.02
0.03	2.91	1.44	0.14	7.55	0.27	0.17	803	0.20
0.00	0.18	0.04	0.12	0.03	0.19	0.17	49,547	0.81
0.00	0.26	0.17	0.14	0.02	0.09	0.12	848	-0.86
0.01	0.08	0.03	9.70	0.11	0.11	0.08	7,481	0.56
0.01	0.13	0.29	0.11	0.22	0.06	0.08	322	0.06
0.01	0.98	0.05	0.11	0.14	0.14	0.15	6,322	0.46

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	-0.412	0.633	1.447	0.493	0.151	1.658	1.145	1.448	1.169	1.9	2.922	0.045	0.038
0	-0.617	0.901	-2.59	0.174	0.292	1.899	17.761	0.107	0.692	1718.2	1.179	0.05	0.072
0	-0.463	0.771	-1.382	1.062	0.405	10.101	0.336	30.077	3.619	16.2	7.83	0.067	0.018
0	0.75	0.218	-0.534	0.165	0.13	1.49	0.049	30.377	12.8	48.1	23.533	0.013	0.001
1	-0.369	0.093	0.134	0.069	-0.014	0.228	0.076	3.009	2.636	8.8	5.09	0.043	0.016
0	-0.146	0.021	3.525	0.024	0.007	0.694	2.272	0.305	0.59	19.5	0.902	0.043	0.074
1	-0.061	0.327	0.196	0.269	0.233	0.627	0.01	65.048	40.359	20.7	188.723	0.025	0.001
0	-0.124	1.033	-0.49	1.232	0.716	1.546	1.96	0.793	0.919	64.8	1.433	0.353	0.384
0	-0.68	2.105	0.614	7.62	0.448	2.191	5.444	0.402	0.815	1.2	2.779	-0.023	-0.028
0	-0.027	0.413	4.263	0.562	0.16	0.683	6.317	0.108	0.47	0.7	1.768	0.008	0.017
1	-0.468	0.905	3.7	0.331	0.245	0.943	0.462	2.04	1.535	18.3	7.655	0.005	0.003
1	-0.602	1.744	8.218	0.062	0.552	3.88	5.252	0.739	0.946	4.8	1.848	0.18	0.19
1	-0.275	1.554	3.624	0.498	0.106	0.624	1.194	0.523	0.706	2.6	3.176	-0.044	-0.063
1	-0.662	0.418	3.853	0.263	0.159	1.14	16.931	0.067	0.564	2.3	2.193	-0.044	-0.078
1	0.457	0.411	-0.047	-0.013	0.341	1.749	0.11	15.845	6.4	22.2	8.77	0.315	0.049
1	3.038	1.751	0.218	1.815	1.621	0.242	0.005	50.443	40.818	63	97.627	0.274	0.007
0	-0.749	-0.065	-0.908	-0.054	0.443	7.541	314.503	0.024	0.886	62.5	7.529	0.036	0.041
1	-0.612	1.177	1.198	0.651	0.289	0.233	0.414	0.563	0.626	2.9	1.431	0.207	0.331
0	-0.857	-0.61	-0.734	-0.011	-0.157	2.404	11.386	0.211	0.768	41.7	4.794	0.005	0.007
0	0.329	0.356	-0.27	0.446	0.475	2.529	0.086	26.787	8.873	15.7	62.644	0.005	0.001
1	-0.909	0.427	-3.461	0.723	0.421	1.052	8.304	0.127	0.574	1.3	3.032	0.038	0.065
1	-0.58	0.512	2.496	0.164	0.142	0.736	0.475	1.55	1.317	5	3.231	-0.008	-0.006
1	-0.442	0.032	0.295	0.21	0.2	0.225	0.436	0.517	0.605	4	3.14	0.035	0.057
1	-0.118	0.714	0.184	0.258	0.239	1.49	0.011	139.32	56.54	11.3	162.6	0.001	0.009
1	0.636	0.139	0.054	0.218	0.189	1.596	1.223	1.305	1.117	5.2	3.153	0.018	0.016
1	0.206	0.355	2.498	0.709	-0.042	0.625	4.253	0.147	0.475	2639.71	0.827	-0.038	-0.081
0	2.072	0.307	2.049	1.41	-0.04	3.42	513.697	0.007	0.775	11.5	1.654	-0.013	-0.017
1	-0.27	0.359	2.555	0.336	-0.11	0.658	1.158	0.568	0.74	13.5	1.286	-0.036	-0.049
1	1.085	0.488	0.343	0.411	0.452	0.264	1.283	0.205	0.371	12.8	0.72	0.159	0.429
0	-0.198	0.35	0.695	0.606	0.465	0.544	0.001	0.005	0.353	37.1	0.734	0.034	0.097
1	0.758	0.273	1.099	0.443	0.236	0.394	0.063	6.244	4.761	15.9	27.877	-0.002	0.007
0	-0.191	0.15	-0.676	0.14	0.091	1.436	2.581	0.557	0.818	270.8	1.295	0.044	0.054
1	1.461	0.063	-0.409	0.244	0.091	1.804	0.805	2.242	1.439	5.2	5.745	-0.018	-0.013
1	2.29	0.581	0.969	0.471	0.267	0.45	0.796	0.565	0.7	3.4	2.952	0.027	0.039
1	0.087	0.061	-0.348	0.146	0.043	0.769	0.403	1.91	1.514	11.6	7.137	0.02	0.013
0	0.311	0.008	1.698	0.397	-0.005	2.475	0.001	0.004	0.712	7.8	1.487	-0.036	-0.05
1	0.216	-0.107	0.147	0.248	0.009	0.313	0.269	1.207	1.157	4.1	5.164	0.004	0.003

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BOER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	0.321	18.654	16.208	38.03	46.716	1.618	14.054	0.115	0.662	1.1	106.035	0.001	0.001
1	0.792	-0.931	-0.894	-0.805	-0.921	0.12	0.009	13.068	11.778	27.3	1.328	-0.325	-0.028
1	-0.122	-0.721	-0.978	-0.877	-0.765	1.374	0.061	22.589	10.093	185.7	4.541	0.442	0.044
0	2.563	0.316	213.738	0.78	-0.174	2.962	2.147	1.379	1.096	3.1	7.751	-0.001	-0.001
1	0.737	0.028	-0.258	0.001	0.161	0.357	0.273	1.305	1.225	7.3	2.666	0.08	0.065
1	0.929	0.537	9.329	0.14	-0.422	0.726	0.441	1.645	1.374	13.6	4.453	0.031	0.023
1	-0.486	0.335	2.4	2.477	0.309	0.329	0.169	1.949	1.714	7.5	16.881	-0.007	-0.004
1	0.112	0.498	-0.416	0.122	-0.176	0.506	0.137	3.687	2.784	29.8	12.027	0.001	0.001
1	0.646	0.425	0.942	0.296	0.256	0.682	0.257	2.657	1.985	8.6	5.417	0.042	0.021
1	-0.118	0.397	-0.171	0.05	-0.011	0.153	0.141	1.09	1.078	10.2	5.663	-0.005	-0.004
1	0.739	0.324	1.62	0.846	0.479	0.996	0.134	7.421	4.217	12.7	17.244	0.01	0.002
1	1.535	0.34	0.918	0.534	0.628	1.755	1.179	1.489	1.177	4.8	2.155	0.329	0.279
1	0.528	0.224	-0.397	0.153	0.263	0.78	1.321	0.591	0.77	3.7	1.785	-0.023	-0.03
1	-0.433	0.1	-0.537	0.271	0.18	3.105	1.338	2.32	1.322	10.9	3.188	0.017	0.013
1	0.204	0.248	0.504	-0.132	0.056	1.016	1.826	0.556	0.78	7.6	1.327	0.043	0.055
0	0.185	0.839	0.208	0.187	0.474	0.57	0.345	1.652	1.415	53.7	2.784	0.159	0.112
1	0.276	0.269	1.468	0.053	0.012	0.484	0.51	0.95	0.966	73.4	1.663	0.106	0.11
1	-0.183	0.179	-0.015	0.055	0.342	0.774	0.189	4.093	2.743	11.1	18.289	0.023	0.008
0	-0.335	0.419	11.048	0.296	0.191	1.238	6.246	0.198	0.642	2.5	1.084	0.062	0.095
1	0.546	0.442	0.034	0.368	0.225	1.535	0.702	2.185	1.468	6.7	7.544	-0.01	-0.007
1	1.661	0.284	0.256	0.189	0.37	0.671	0.458	1.463	1.277	2.9	5.569	0.056	0.044
1	-0.55	0.289	0	0.028	0.175	1.022	1.121	0.912	0.956	12.3	4.642	0.025	0.027
0	0.403	0.275	-0.147	0.359	0.189	1.992	2.917	0.683	0.896	15.6	1.943	0.058	0.065
1	-0.373	-0.118	-0.508	0.052	0.067	0.321	0.45	0.713	0.785	5.1	3.956	-0.012	-0.015
1	-0.719	-0.906	-0.913	-0.962	-0.968	1.207	1.191	1.013	1.006	5	3.329	0.107	0.106
1	-0.413	21.424	13.565	4.931	12.395	1.529	1.325	1.154	1.061	10	1.655	-0.021	-0.02
0	-0.227	1.358	1.572	10.141	4.279	0.125	0.092	1.361	1.321	1066.67	2.934	0.029	0.022
1	1.046	0.231	-0.873	-0.01	0.296	4.187	5.657	0.74	0.95	13.3	6.256	0.043	0.045
1	0.319	0.399	0.463	0.302	0.745	0.819	0.459	1.783	1.431	8.8	3.029	0.211	0.147
1	0.969	1.949	2.703	0.337	1.19	1.825	1.647	1.108	1.036	16.5	5.418	0.051	0.049
1	-0.211	0.461	1.141	0.322	0.332	0.339	0.197	1.723	1.54	3.4	16.12	0.019	0.013
1	7.909	0.09	2.908	0.463	0.317	0.356	0.271	1.314	1.231	4	6.688	0.008	0.007
1	0.733	0.251	0.173	0.645	0.351	0.381	0.204	1.874	1.632	8.5	3.655	0.175	0.107
1	0.327	0.287	0.493	0.16	0.229	0.222	0.35	0.634	0.701	4.6	3.961	0.022	0.031
1	0.907	0.169	0.526	0.567	0.241	0.581	0.087	6.69	4.599	11.7	20.487	0.027	0.006
1	0.153	0.441	0.248	0.332	0.506	2.079	0.866	2.395	1.448	8.2	2.571	0.2	0.138
1	0.012	0.182	0.297	0.183	-0.103	0.347	0.732	0.474	0.61	2.7	1.315	-0.017	-0.027

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	-0.812	0.153	0.155	0.164	0.034	2.644	1.646	1.607	1.166	7.8	2.789	0.017	0.015
1	-0.365	0.121	0.215	0.357	0.194	0.774	0.466	1.66	1.372	4.3	2.733	0.01	0.007
0	-0.636	0.193	-0.37	0.103	0.188	0.69	2.333	0.296	0.583	15.9	1.001	0.155	0.266
0	-0.463	0.479	0.017	0.064	0.373	0.915	0.344	2.659	1.867	43.8	3.285	0.145	0.078
1	-0.11	0.201	-0.069	0.342	0.24	0.64	0.315	2.03	1.628	8	9.988	0.042	0.026
0	-0.398	0.021	-2.899	-0.064	0.028	1.458	12.148	0.12	0.642	2.4	1.047	0.037	0.057
1	0.182	0.191	0.208	0.337	0.369	1.595	1.335	1.194	1.075	4	7.073	0.01	0.009
1	-0.003	-0.504	0.139	-0.591	-0.682	0.573	0.448	1.284	1.181	2.9	4.746	-0.399	-0.338
1	-0.406	0.266	-0.121	0.128	0.089	0.913	1.902	0.48	0.734	3.8	3.085	-0.998	0.069
1	-0.438	0.172	-0.306	0.194	0.08	1.749	2.622	0.667	0.879	28.6	2.039	0.004	0.005
1	-0.441	-0.021	-0.02	0.06	0.022	0.276	0.636	0.433	0.558	3.4	2.867	0.001	0.001
1	-0.509	0.138	-0.618	0.014	0.096	1.385	2.131	0.65	0.853	8.1	2.375	0.063	0.098
1	-0.186	0.296	-0.074	0.061	0.162	0.177	0.189	0.938	0.978	10.3	1.86	-0.026	-0.027
0	-0.275	0.963	4.127	0.111	0.615	0.141	0.131	1.072	1.044	204.9	3.57	0.014	0.013
1	-0.75	0.001	0.001	0.001	0.001	4.187	9.616	0.435	0.891	2.8	5.869	0.002	0.003
1	0.367	0.124	-0.074	0.137	0.07	0.712	0.498	1.432	1.252	8.7	2.476	0.064	0.051
1	-0.504	0.139	-0.164	0.28	0.391	2.069	2.391	0.865	0.956	3.9	5.646	0.032	0.033
1	0.177	0.219	0.142	0.316	0.255	0.276	0.15	1.845	1.662	4.2	18.27	0.015	0.009
1	-0.199	0.23	-0.089	0.206	0.165	0.31	0.269	1.151	1.115	4.6	6.575	0.012	0.01
0	-0.398	0.133	-0.117	0.097	0.072	0.35	0.283	1.237	1.175	7	2.442	0.065	0.055
1	-0.347	0.175	0.156	0.094	0.06	0.185	0.344	0.537	0.609	3.7	3.438	0.01	0.017
1	-0.835	0.234	-0.891	0.212	-0.881	0.552	0.076	7.219	41.07	14.1	16.275	0.637	0.016
1	1.454	0.288	0.377	0.339	0.062	1.444	0.646	2.236	1.5	7.5	2.415	0.091	0.061
1	0.128	-0.093	0.005	0.15	0.096	0.284	0.638	0.445	0.568	2.9	1.387	-0.014	-0.024
1	0.076	0.124	0.075	0.028	0.175	3.164	2.11	1.5	1.12	7	3.017	0.015	0.014
1	0.227	-0.048	-0.253	-0.031	-0.083	0.679	0.332	2.048	1.624	6.8	3.125	-0.027	-0.017
0	-0.762	0.211	0.359	0.127	0.164	0.747	0.591	1.265	1.152	11.3	2.218	0.019	0.016
1	0.208	-0.146	-0.378	0.037	0.049	0.936	0.426	2.198	1.618	60	2.174	0.203	0.125
1	-0.173	0.165	0.002	0.184	0.149	0.591	0.36	1.645	1.405	7.6	5.714	0.104	0.074
0	0.007	-0.146	-1.091	-0.129	-0.151	1.398	9.577	0.146	0.644	8.8	1.118	-0.146	-0.227
1	0.214	0.042	-0.108	0.201	7.884	0.919	0.439	2.093	1.057	9.5	66.358	-0.001	-0.001
1	0.544	0.009	-0.238	0.052	-0.058	0.409	0.312	1.307	1.218	4	4.708	-0.005	-0.004
1	-0.175	0.071	-0.603	0.017	0.183	1.155	3.262	0.354	0.716	7.2	2.277	0.112	0.156
1	0.028	-0.181	-0.125	-0.022	-0.161	1.359	2.066	0.658	0.855	6.5	2.103	-0.107	-0.125
1	-0.101	-0.048	0.045	0.044	-0.02	0.201	0.438	0.46	0.552	3.6	2.583	0.015	0.027
1	0.071	0.186	1.306	0.161	-0.052	0.848	1.296	0.732	0.862	4.7	2.194	0.014	0.016
1	0.285	0.111	-0.153	0.035	-0.208	1.121	0.635	1.343	1.162	18	1.843	-0.033	-0.029

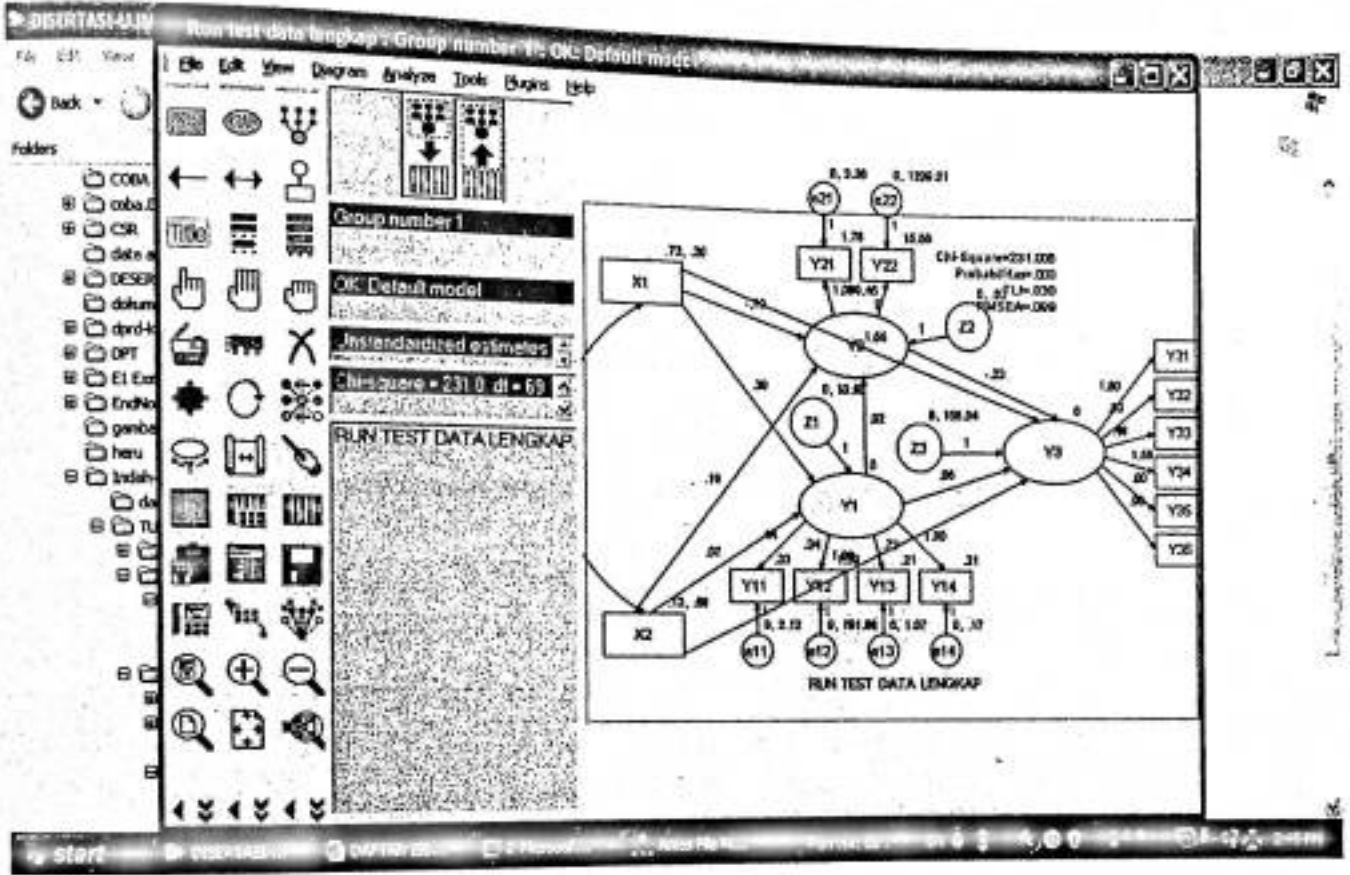
Data Rasio Kebijakan Dividen, Perubahan Harga Saham, Pertumbuhan Rill Perusahaan, Kebijakan Pendanaan, LOS

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	-0.103	-0.061	-0.216	-0.15	-0.352	0.246	0.205	1.201	1.161	216.2	3.36	-0.106	-0.091
1	-0.302	0.568	1.803	0.279	0.294	4.248	12.997	0.327	0.872	2.7	6.523	0.016	0.019
1	-0.117	0.068	-0.264	0.051	0.029	0.677	0.625	1.082	1.049	9.4	2.314	-0.038	-0.036
1	-0.65	0.04	-0.074	0.16	-0.002	1.641	1.737	0.945	0.979	5.4	4.922	0.029	0.03
0	0.524	-0.014	-0.336	0.171	0.059	0.155	0.103	1.501	1.434	6	8.394	0.085	0.059
1	0.644	0.098	-0.002	0.12	0.092	0.276	0.212	1.304	1.238	5.9	6.483	0.036	0.029
1	-0.173	0.104	0.242	0.146	-0.004	0.173	0.225	0.771	0.805	4	1.676	-0.003	-0.004
1	0.171	0.108	-0.438	-0.036	-0.012	0.214	1.334	0.16	0.306	7.5	1.615	0.012	0.038
1	0.269	0.167	10.029	0.169	10.528	0.531	0.077	6.875	4.838	14.2	20.071	0.022	0.005
1	0.15	0.054	-0.061	0.226	8.595	0.933	0.401	2.324	1.068	9.9	17.994	-0.005	-0.005
1	0.004	0.09	-0.149	0.108	0.049	0.219	0.513	0.426	0.529	3.7	1.474	-0.032	-0.06
1	-0.154	0.085	-0.248	0.118	0.004	2.739	1.485	1.845	1.226	12.5	3.222	0.011	0.009
1	0.038	0.038	0.061	-0.052	0.017	0.8	0.318	2.513	1.84	7.5	3.622	-0.003	-0.002
0	-0.28	0.117	0.03	0.116	0.075	0.682	0.869	0.785	0.872	7.5	1.639	0.049	0.056
0	-0.295	0.2	-0.605	0.067	0.101	0.999	0.846	1.545	1.273	112.5	1.828	0.021	0.016
1	0.03	0.105	-0.119	0.13	0.122	0.58	0.243	2.385	1.876	14.2	6.591	0.066	0.035
0	-0.21	0.061	0.225	-0.034	-0.064	1.325	7.515	0.176	0.646	8.5	1.173	-0.064	-0.099
1	-0.738	-0.12	-0.639	0.001	-0.92	0.529	0.263	2.013	1.662	25.7	10.311	-0.039	-0.023
1	-0.228	-0.008	-0.257	0.062	0.106	0.466	0.403	1.157	1.107	5.1	4.79	-0.003	-0.003
1	-0.068	0.13	-0.607	0.007	0.362	2.076	3.731	0.557	0.856	28.5	2.766	0.079	0.092
1	0.409	0.375	-0.223	0.071	0.216	1.679	1.23	1.365	1.136	18.3	2.763	0.077	0.068
1	0.368	0.07	-0.305	0.025	0.04	0.222	0.26	0.853	0.88	9.8	4.176	0.005	0.006
0	0.367	-0.064	-0.13	0.129	-0.006	0.715	0.695	1.029	1.017	9	3.136	-0.071	-0.07
0	-0.007	0.052	0.485	0.074	-0.042	0.893	0.674	1.325	1.172	12.5	1.932	-0.051	-0.044
0	0.008	0.648	0.14	-0.06	-0.013	0.307	0.241	1.277	1.212	44.4	4.087	-0.054	-0.044
0	0.313	-0.055	-0.832	0.021	-0.028	3.997	9.664	0.414	0.883	12.4	7.713	-0.023	-0.026
1	-0.394	0.057	0.191	0.026	0.084	0.77	3.999	0.193	0.544	7.2	1.369	-0.021	-0.038
1	0.036	0.105	0.117	0.118	0.338	2.161	2.43	0.89	0.965	5.2	5.393	0.03	0.031
1	-0.105	0.341	0.351	0.069	0.162	0.256	0.114	2.247	1.993	7.1	8.722	0.081	0.041
1	0.046	0.064	0.02	0.094	0.07	0.248	0.145	1.705	1.565	8.2	7.632	0.026	0.017
1	0.068	0.093	0.075	0.129	0.085	0.53	0.495	1.07	1.062	5.9	2.262	0.027	0.026
0	-0.667	-0.092	-0.474	-0.026	-0.058	0.174	0.63	0.477	0.826	17.4	4.338	-0.012	-0.015
1	-0.191	0.158	0.326	0.038	0.105	0.87	0.049	1.32	1.196	21.3	4.662	-0.031	-0.032
1	-0.051	0.238	0.475	0.312	-0.872	0.087	0.049	1.778	1.412	6.9	3.263	-0.031	-0.022
1	0.075	0.168	0.015	0.067	0.143	0.28	0.428	0.654	0.73	6	2.528	-0.025	-0.035
1	0.035	0.003	-0.359	0.023	0.024	2.58	1.42	1.803	0.73	18.5	3.166	0.012	0.01
1	0.239	0.263	-0.032	-0.07	0.104	1.218	0.338	3.589	1.215	10.3	3.246	0.001	0.007

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
0	-0.107	0.016	-0.083	0.058	-0.07	0.479	0.646	0.742	0.825	8.2	1.548	-0.039	-0.047
0	-0.145	0.114	-0.409	0.444	0.16	0.605	0.399	1.516	1.321	212.5	2.201	-0.001	0
1	0.381	0.05	-0.026	0.111	0.188	0.699	0.322	2.14	1.674	14.6	4.977	0.097	0.058
0	0.046	0.308	0.126	0.126	0.09	1.25	6.708	0.186	0.638	8.9	1.193	0.03	0.047
1	-0.067	0.165	0.328	0.068	0.135	0.616	0.311	1.983	1.605	20.3	10.488	0.011	0.007
1	-0.048	0.081	-0.017	0.078	0.123	0.527	0.485	1.066	1.043	5.2	4.774	0.013	0.012
1	0.093	0.355	5.789	0.127	0.161	2.008	3.133	0.641	0.887	5.5	2.862	0.043	0.049
1	0.366	0.31	1.611	0.301	0.281	1.601	1.812	0.883	0.956	5.9	2.866	0.012	0.013
1	-0.579	-0.028	-0.046	0.045	0.044	0.22	0.209	1.053	1.043	12.9	5.644	-0.017	-0.016
1	-0.016	0.026	0.633	0.187	0.201	0.56	0.831	0.674	0.812	4.2	2.492	0.056	0.069
1	0.181	0.114	0.275	0.037	0.002	0.813	0.388	2.093	1.597	15	2.897	-0.054	-0.034
0	-0.003	0.089	-0.041	0.089	-0.007	0.19	0.162	1.173	1.145	46.5	4.057	-0.016	-0.014
1	-0.031	0.487	1.054	0.044	0.197	4.726	7.048	0.671	0.942	16.9	11.551	-0.014	-0.015
0	-0.711	0.146	0.196	-0.04	0.029	0.714	0.65	1.097	1.051	6.6	2.808	-0.012	-0.011
1	0.286	0.243	0.859	0.261	0.347	2.376	1.497	1.587	1.174	6.2	4.217	0.146	0.124
1	0.765	0.26	0.132	-0.034	0.001	0.301	0.091	3.316	2.779	8.9	11.377	0.016	0.006
1	0.304	0.116	0.001	0.083	0.102	0.225	0.111	2.028	1.81	10.6	8.441	0.028	0.016
1	0.448	0.257	0.32	0.161	0.223	0.186	0.12	1.569	1.479	7.6	3.292	0.065	0.044
1	-0.083	0.061	0.222	0.059	0.072	0.189	0.267	0.709	0.755	13.2	4.097	0.007	0.009
1	-0.78	0.106	0.129	0.078	0.068	0.607	0.054	11.149	7.285	17.2	19.703	0.129	0.018
1	0.174	0.173	-0.297	0.141	0.089	0.781	0.458	1.705	1.391	10.7	3.532	-0.004	-0.003
1	1.021	0.224	0.457	0.143	0.181	0.322	0.227	1.42	1.317	10.2	5.459	-0.003	-0.002
1	0.329	0.047	-0.679	0.028	-0.057	2.331	1.169	1.995	1.29	70	3.157	0.002	0.001
1	0.162	0.199	-0.003	-0.087	0.079	1.524	0.33	4.622	2.435	12.1	4.115	0.109	0.045
0	-0.076	-0.099	-0.628	0.033	0.015	0.453	0.757	0.598	0.723	18.8	1.438	-0.022	-0.031
1	-0.216	0.303	0.028	0.006	-0.035	0.539	0.49	1.089	1.065	15.5	1.697	0.005	0.005
1	-0.003	0.023	0.056	0.076	0.075	0.687	0.402	1.71	1.42	11.9	4.297	0.017	0.012
0	0.224	0.174	-0.557	0.056	0.115	1.376	10.363	0.133	0.635	15.2	1.249	0.028	0.044
1	0.033	2.58	0.332	0.405	2.061	2.558	1.687	1.516	1.146	16.3	7.318	0.107	0.093
1	0.008	-0.014	-0.29	0.033	0.173	0.734	0.687	1.069	1.04	7.5	4.646	0.037	0.036
1	1.089	0.27	0.01	0.102	0.128	2.101	2.784	0.754	0.924	7.2	3.127	0.021	0.022
0	0.32	0.061	-0.702	0.09	-0.067	1.215	1.317	0.923	0.966	22.6	2.425	0.041	0.042
0	0.073	0.316	0.252	0.053	0.184	0.371	0.268	1.387	1.282	14.8	8.082	0.003	0.002
1	0.058	0.171	-0.476	0.043	-0.032	0.42	0.65	0.646	0.781	8.1	2.496	-0.024	-0.03
0	0.928	0.241	1.009	0.232	0.085	6.108	2.596	2.353	1.832	10.3	3.906	-0.034	-0.019
1	0	0.788	4.333	0.143	0.635	0.699	0.641	1.08	1.053	9.2	5.777	0.01	0.009
1	1	0.121	2.308	1.316	0.138	1.814	5.97	0.332	0.788	8.8	11.685	-0.007	-0.009

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	0.151	0.179	0.048	0.08	0.019	0.613	0.574	1.069	1.039	6.6	2.798	0.004	0.003
1	1.192	0.399	-0.065	0.143	0.36	3.016	2.125	1.419	1.104	6.8	5.061	0.013	0.012
1	0.261	0.035	0.008	0.171	0.088	0.209	0.069	3.018	2.669	9.4	12.377	-0.009	-0.003
0	0.081	-0.895	-0.081	0.063	0.095	0.263	0.186	1.418	1.319	8.6	5.221	0.057	0.043
1	0.587	0.13	0.126	0.155	0.155	0.188	0.135	1.392	1.33	6.9	3.012	0.053	0.04
0	-0.123	-0.147	-0.353	0.032	-0.013	0.137	0.303	0.452	0.518	13.5	2.839	-0.004	-0.006
1	0.087	0.112	-0.016	-0.038	0.054	0.763	0.051	15.007	8.923	22.6	22.924	0.038	0.004
1	0.678	0.077	-0.241	0.103	0.069	0.767	0.237	3.237	2.258	29.6	6.918	-0.035	-0.016
0	0.599	-0.083	-0.233	0.064	0.062	0.319	0.378	0.845	0.883	8.4	4.159	-0.015	-0.017
1	0.005	0.169	4.332	0.169	0.1	2.101	0.829	2.532	1.474	19.3	3.71	0.026	0.018
1	0.138	0.045	-0.154	-0.129	0.061	2.076	0.355	5.839	2.573	15.8	4.319	0.036	0.015
0	-0.159	-0.135	0.356	0.044	-0.021	0.363	0.452	0.802	0.855	19.1	1.67	-0.002	-0.002
0	-0.135	0.174	2.254	0.004	-0.004	0.532	0.345	1.542	1.354	87	2.14	0.003	0.002
1	-0.25	0.06	-0.467	0.003	-0.018	0.65	0.436	1.492	1.298	19.5	4.122	-0.022	-0.017
1	-0.218	-0.079	-0.114	-0.08	-0.027	1.51	10.252	0.147	0.66	17.1	1.182	0.036	0.054
0	0.019	0.295	-0.054	0.073	0.419	3.733	2.606	1.432	1.092	17.3	4.832	0.116	0.106
1	-0.117	-0.014	-0.196	0.078	-0.112	0.428	0.447	0.957	0.97	9	3.861	-0.001	-0.001
1	-0.173	0.114	-0.434	0.021	0.138	2.434	3.904	0.624	0.896	10.7	3.109	0.028	0.032
0	-0.028	-0.009	-0.769	-0.07	0.018	1.425	1.515	0.94	0.976	94	2.887	-0.053	-0.054
1	0.124	0.051	0.112	0.056	-0.007	0.289	0.187	1.545	1.423	16	8.705	0.004	0.003
1	-0.195	-0.063	-0.277	0.039	0.056	0.442	0.784	0.563	0.733	10.6	2.816	-0.036	-0.049
0	0.338	0.159	0.267	0.226	0.027	0.348	0.089	3.915	3.139	16.6	7.439	-0.035	-0.011
1	0.278	1.057	1.873	0.187	0.486	1.129	0.615	1.836	1.392	6.4	8.48	0.041	0.03
0	-0.021	-0.227	-0.607	-0.015	-0.063	1.678	2.514	0.668	0.876	30	14.827	-0.01	-0.012
0	-0.013	0.023	0.1	0.217	0.081	0.531	0.527	1.008	1.005	7.6	2.78	0.018	0.018
1	-0.176	-0.175	-0.844	-0.006	0.049	3.241	2.205	1.47	1.111	44.4	6.253	-0.03	-0.027
1	0.062	0.262	0.5	0.306	0.297	0.2	0.053	3.804	3.336	10.4	20.378	-0.003	-0.001
1	-0.171	10.006	-0.082	0.083	0.057	0.23	0.11	2.085	1.85	14.8	7.454	0.009	0.005
1	0.017	-0.895	0.078	0.323	0.232	0.106	0.051	2.07	1.967	12.6	4.363	0.092	0.047
1	-0.194	0.086	0.069	0.034	0.004	0.104	0.2	0.518	0.564	15.2	3.145	-0.003	-0.005
1	0.1	0.134	0.195	0.09	0.204	0.95	0.045	21.261	11.374	29.2	30.508	0.05	0.004
1	0.464	0.159	0.349	0.134	0.121	0.744	0.222	3.36	2.343	25.9	6.911	0.048	0.02
0	-0.247	0.109	0.093	0.061	0.037	0.287	0.513	0.559	0.659	5.4	2.928	0.02	0.031
0	0.771	0.27	0.483	0.416	0.815	26.21	7.681	3.412	1.582	24.8	5.783	0.055	0.035
1	0.031	0.098	0.147	-0.004	0.019	2.145	0.368	5.861	2.546	13.7	4.363	-0.001	-0.001
0	1.441	0.081	0.061	0.045	0.107	0.443	0.328	1.352	1.344	30.8	2.13	0.122	0.098
0	0.689	0.346	1.028	0.02	-0.991	0.608	0.283	2.268	0.977	0.8	1.643	-0.121	-0.077

DYR	AR	SG	PG	EG	AG	BDER	MBDER	MBVE	MBVA	PER	VPPE	CEBVA	CEMVA
1	0.026	0.069	0.432	0.073	0.101	0.693	0.599	1.158	1.093	11.3	4.081	-0.018	-0.016
0	0.355	0.12	0.204	0.05	0.098	1.624	7.612	0.213	0.7	22.8	1.277	0.04	0.056
0	0.236	-0.313	1.527	0.205	0.504	4.848	4.365	1.111	1.019	6.5	5.343	0.04	0.04
1	0.094	0.152	0.715	0.093	0.223	0.599	0.416	1.44	1.275	8.6	6.389	-0.006	-0.005
1	-0.002	0.124	1.415	0.177	0.166	0.242	0.421	0.576	0.882	4.8	2.805	0.067	0.076
0	-0.128	0.029	1.944	0.084	-0.045	1.133	1.271	0.891	0.95	32.2	2.691	-0.001	-0.001
0	-0.591	0.334	-0.265	0.051	0.138	0.395	0.349	1.13	1.093	15.4	7.373	0.005	0.004
0	0.204	0.14	0.548	0.071	0.137	0.528	0.801	0.658	0.803	7.9	37.892	-0.208	-0.259
1	0.434	0.1	0.37	0.205	0.136	0.271	0.054	5.012	4.123	1.9	113.172	-0.335	-0.081
1	1.005	-0.893	0.039	0.141	0.013	0.087	0.031	2.839	1.971	10.9	7.56	0.099	0.05
0	-0.014	0.169	0.346	0.031	0.038	1.699	2.288	0.742	0.905	25	136.12	-0.05	-0.056
1	0.023	0.208	0.214	0.069	0.158	0.656	0.049	13.355	8.177	7.7	21.299	0.072	0.009
1	0.204	0.139	7.546	0.271	0.171	2.907	1.439	2.02	1.261	9.1	6.675	0.037	0.029
1	0.815	0.122	0.034	0.19	0.171	0.181	0.043	4.197	3.706	13.1	26.181	0.002	0.001
1	-0.855	0.145	0.021	0.089	0.119	0.264	0.165	1.595	1.454	12.1	6.42	0.005	0.003
0	0.564	9.701	0.111	0.109	0.079	0.077	0.034	2.256	2.167	13.7	5.022	0.014	0.006
1	0.059	0.114	0.224	0.058	0.083	0.13	0.288	0.452	0.515	11.3	3.056	0.003	0.006
1	0.463	0.107	0.14	0.137	0.153	0.98	0.051	19.131	10.152	26.3	24.613	0.089	0.009



Estimates (Group number 1 - Default model)

Scalar Estimates (Group number 1 - Default model)

Maximum Likelihood Estimates

Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Y1 ← X1	.386	.480	.805	.421	par_11
Y1 ← X2	.071	.279	.254	.800	par_13
Y2 ← X1	-.795	.299	-2.660	.008	par_1
Y2 ← X2	.187	.130	1.443	.149	par_14
Y2 ← Y1	.016	.031	.519	.604	par_18
Y3 ← X1	1.554	2.052	.757	.449	par_12
Y3 ← X2	1.077	.965	1.116	.265	par_15
Y3 ← Y2	-.226	1.707	-.133	.895	par_16
Y3 ← Y1	.051	.217	.234	.815	par_17
Y21 ← Y2	1.000				
Y22 ← Y2	19.447	8.952	2.172	.030	par_2
Y14 ← Y1	1.000				
Y13 ← Y1	.734	.031	23.907	***	par_3
Y12 ← Y1	.344	.279	1.233	.217	par_4
Y11 ← Y1	.442	.032	13.840	***	par_5
Y31 ← Y3	1.000				
Y32 ← Y3	.526	.026	20.130	***	par_6
Y33 ← Y3	-.484	1.382	-.350	.726	par_7
Y34 ← Y3	1.559	.108	14.448	***	par_8
Y35 ← Y3	.002	.001	2.037	.042	par_9
Y36 ← Y3	.000	.000	-.610	.542	par_10

Standardized Regression Weights: (Group number 1 - Default model)

	Estimate
Y1 ← X1	.053
Y1 ← X2	.017
Y2 ← X1	-.407
Y2 ← X2	.163
Y2 ← Y1	.059
Y3 ← X1	.067
Y3 ← X2	.079
Y3 ← Y2	-.019
Y3 ← Y1	.016
Y21 ← Y2	.430
Y22 ← Y2	.439
Y14 ← Y1	.992
Y13 ← Y1	.917
Y12 ← Y1	.080
Y11 ← Y1	.702
Y31 ← Y3	.938
Y32 ← Y3	.925
Y33 ← Y3	-.023
Y34 ← Y3	.733
Y35 ← Y3	.140
Y36 ← Y3	-.041

Means: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
X1	.725	.029	25.102	***	par_20
X2	.134	.049	2.735	.006	par_21

Intercepts: (Group number 1 - Default model)

	Estimate	S.E.	C.R.	P	Label
Y21	1.777	.250	7.117	***	par_22
Y22	15.663	4.460	3.512	***	par_23
Y14	.205	.407	.505	.614	par_24
Y13	.206	.305	.677	.498	par_25
Y12	1.388	.910	1.525	.127	par_26
Y11	.326	.202	1.610	.107	par_27
Y31	1.944	1.328	1.464	.143	par_28
Y32	1.625	.703	2.310	.021	par_29
Y33	42.604	14.003	3.043	.002	par_30
Y34	7.051	2.258	3.123	.002	par_31
Y35	.019	.008	2.546	.011	par_32
Y36	.019	.005	4.072	***	par_33

Total Effects (Group number 1 - Default model)

	X2	X1	Y1	Y2	Y3
Y1	.071	.386	.000	.000	.000
Y2	.188	-.788	.016	.000	.000
Y3	1.038	1.753	.047	-.226	.000
Y36	.000	.000	.000	.000	.000
Y35	.002	.003	.000	.000	.002
Y34	1.618	2.732	.073	-.353	1.559
Y33	-.503	-.849	-.023	.110	-.484
Y32	.546	.922	.025	-.119	.526
Y31	1.038	1.753	.047	-.226	1.000
Y11	.031	.171	.442	.000	.000
Y12	.024	.133	.344	.000	.000
Y13	.052	.284	.734	.000	.000
Y14	.071	.386	1.000	.000	.000
Y22	3.662	-15.332	.310	19.447	.000
Y21	.188	-.788	.016	1.000	.000

Direct Effects (Group number 1 - Default model)

	X2	X1	Y1	Y2	Y3
Y1	.071	.386	.000	.000	.000
Y2	.187	-.795	.016	.000	.000
Y3	1.077	1.554	.051	-.226	.000
Y36	.000	.000	.000	.000	.000
Y35	.000	.000	.000	.000	.002
Y34	.000	.000	.000	.000	1.559
Y33	.000	.000	.000	.000	-.484
Y32	.000	.000	.000	.000	.526
Y31	.000	.000	.000	.000	1.000
Y11	.000	.000	.442	.000	.000
Y12	.000	.000	.344	.000	.000
Y13	.000	.000	.734	.000	.000
Y14	.000	.000	1.000	.000	.000
Y22	.000	.000	.000	19.447	.000
Y21	.000	.000	.000	1.000	.000

Indirect Effects (Group number 1 - Default model)

	X2	X1	Y1	Y2	Y3
Y1	.000	.000	.000	.000	.000
Y2	.001	.006	.000	.000	.000
Y3	-.039	.198	-.004	.000	.000
Y36	.000	.000	.000	.000	.000
Y35	.002	.003	.000	.000	.000
Y34	1.618	2.732	.073	-.353	.000
Y33	-.503	-.849	-.023	.110	.000
Y32	.546	.922	.025	-.119	.000
Y31	1.038	1.753	.047	-.226	.000
Y11	.031	.171	.000	.000	.000
Y12	.024	.133	.000	.000	.000
Y13	.052	.284	.000	.000	.000
Y14	.071	.386	.000	.000	.000
Y22	3.662	-15.332	.310	.000	.000
Y21	.188	-.788	.016	.000	.000

Model Fit Summary

CMIN

Model	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
Default model	50	231.006	69	.000	3.348
Saturated model	119	.000	0		
Independence model	28	1344.693	91	.000	14.777

Baseline Comparisons

Model	NFI Delta1	RFI rho1	IFI Delta2	TLI rho2	CFI
Default model	.828	.773	.873	.830	.871
Saturated model	1.000		1.000		1.000
Independence model	.000	.000	.000	.000	.000

Parsimony-Adjusted Measures

Model	PRATIO	PNFI	PCFI
Default model	.758	.628	.660
Saturated model	.000	.000	.000
Independence model	1.000	.000	.000

NCP

Model	NCP	LO 90	HI 90
Default model	162.006	119.639	211.978
Saturated model	.000	.000	.000
Independence model	1253.693	1138.780	1376.013

FMIN

Model	FMIN	F0	LO 90	HI 90
Default model	.967	.678	.501	.887
Saturated model	.000	.000	.000	.000
Independence model	5.626	5.246	4.765	5.757

RMSEA

Model	RMSEA	LO 90	HI 90	PCLOSE
-------	-------	-------	-------	--------

Model	RMSEA	LO 90	HI 90	PCLOSE
Default model	.099	.085	.113	.000
Independence model	.240	.229	.252	.000

AIC

Model	AIC	BCC	BIC	CAIC
Default model	331.006	337.703		
Saturated model	238.000	253.938		
Independence model	1400.693	1404.443		

ECVI

Model	ECVI	LO 90	HI 90	MECVI
Default model	1.385	1.208	1.594	1.413
Saturated model	.996	.996	.996	1.063
Independence model	5.861	5.380	6.372	5.876

HOELTER

Model	HOELTER	HOELTER
	.05	.01
Default model	93	103
Independence model	21	23

FORMULIR KETERANGAN TELAH MELAKUKAN RISET DI PT BURSA EFEK INDONESIA

Nomor : Form Riset - 00294 /BEI.PMR/08-2010
Tanggal : 4 Agustus 2010

Kepada Yth. : Bapak Dr. Darwis Said, SE., MSA., Ak
Pembantu Dekan I
Fakultas Ekonomi
Universitas Hasanuddin

Alamat : Jl. Kandea Kampus Baraya No. 100
Makasar 90153

Dengan ini kami menerangkan bahwa mahasiswa di bawah ini:

Nama : Indah Martati
NIM : P0500307030
Program Pendidikan : Doktor (S3)
Program Studi : Ilmu Ekonomi

telah melakukan penelitian di PT BEI untuk keperluan penyusunan Disertasi dengan judul "Faktor Penentu Investment Opportunity Set Perusahaan Manufaktur Yang Listing di Bursa Efek Indonesia".

Selanjutnya mohon untuk mengirimkan 1 (satu) copy Disertasi tersebut sebagai bukti bagi kami dan untuk melengkapi Referensi Penelitian di Pasar Modal Indonesia.

Hormat kami,




Indonesia Stock Exchange
Bursa Efek Indonesia

Isharsya
Kepala Divisi Pemasaran