

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
MANAJERIAL, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*,
RETURN ON ASSET DAN *DEBT TO EQUITY RATIO*
TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
(Studi Kasus Pada Saham LQ45 di Bursa Efek
Jakarta)**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi**



**Nama : Sunarto
N I M : C4C001304**

**Kepada
Program Studi Magister Akuntansi
Program Pascasarjana
Universitas Diponegoro
Tahun 2004**

SERTIFIKASI

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

N a m a : SUNARTO
N I M : C4C001304

Menyatakan bahwa Tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri yang belum pernah dipublikasikan untuk mendapatkan gelar pada Program Magister Sains Akuntansi. Karya ini adalah milik saya karena itu pertanggung jawabannya ada di pundak saya.

Semarang, Desember 2004



Sunarto

UPT-PUSTAK-UNDIP	
No. Daft:	3347 / T / m / 1 / 04
Tgl.	23 Feb 105

Tesis berjudul

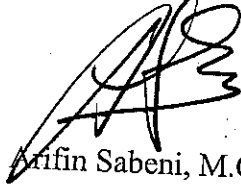
**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL,
INVESTMENT OPPORTUNITY SET, RETURN ON ASSET
DAN DEBT TO EQUITY RATIO TERHADAP
DIVIDEND PAYOUT RATIO
(Studi Kasus Pada Saham LQ45 di Bursa Efek Jakarta)**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh
Sunarto

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 22 Desember 2004
Dan telah dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing

Pembimbing Utama/Ketua



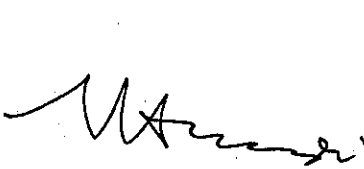
Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com. Hons

Pembimbing/Anggota

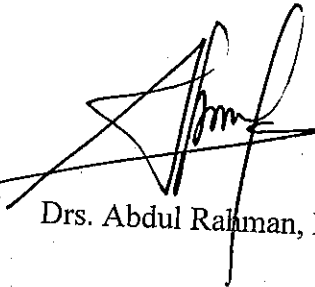


Drs. H. Rahardjo, M.Si.

Tim Penguji



Dr. H.M. Nasir, M.Si., Akt.



Drs. Abdul Rahman, M.Si.



Dra. Indira Januarti, M.Si.

Semarang, 23 Desember 2004

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Sains Akuntansi

Ketua Program



Dr. H.M. Nasir, M.Si., Akt.

131 875 458

ABSTRACT

Agency theory have been viewed as strong research basic in field of finance and accounting. In study about corporate finance, manajemen emphasize which related with manager wealth, and shareholder wealth such as capital structure policy, dividend policy and managerial ownership have been interesting topic to widely and deeply scrunitized to find a pattern in conflict of interest between manager and the owner. Research gap such as differences among results of previous study about variables which may effect dividend policy caused by abandoning data normality and samples which took from one sector only namely manufacture need a research which involving whole sector in Jakarta Stock Exchange which may represent companies in Jakarta Stock Exchange as a whole.

This research will study the effect of managerial ownership, investment opportunity set (IOS), return on asset (ROA) and debt to equity ratio (DER) on dividend payout ratio (DPR). This study will use companies which its stocks included in LQ45 Index computation, because stocks included in LQ45 Index computation have big market capitalization approximately 75% market capitalization in Jakarta Stock Exchange. Samples took by using purposive sampling method. 39 companies were obtained as samples. Data provided by Indonesian Capital Market Directory 2004 and Jakarta Stock Exchange. Multiple regression technique used to analyse the data.

The results show that only investment opportunity set (IOS) significantly may have effect on dividend payout ratio. Managerial ownership, return on asset (ROA) and debt to equity ratio (DER) did not effect dividend payout ratio significantly. Simultaneously, those independent variables may have effect on dividend payout ratio significantly.

Keywords : Managerial ownership, IOS, ROA, DER, and DPR

ABSTRAKSI

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi. Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan. Adanya *research gap* yang berupa perbedaan temuan penelitian mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* (DPR) yang diakibatkan oleh tidak dilakukannya uji normalitas data dan sampel yang hanya diambil dari satu sektor saja yaitu sektor manufaktur membutuhkan penelitian yang melibatkan sampel yang berasal dari semua sektor yang ada di Bursa Efek Jakarta dan mampu mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Penelitian ini akan melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan kebijakan hutang yang diukur dari *debt to equity ratio* (DER) terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* (DPR). Penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam perhitungan Indeks LQ45, karena saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 memiliki kapitalisasi pasar yang sangat besar yaitu 75% dari kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta. Sampel diambil dengan menggunakan *purposive sampling*. Sebanyak 39 perusahaan terpilih sebagai sampel penelitian. Data pada penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan Bursa Efek Jakarta. Teknik analisis regresi berganda digunakan untuk menganalisis data.

Hasil penelitian ini adalah bahwa hanya variabel *investment opportunity set* (IOS) saja yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Variabel kepemilikan manajerial, *return on asset* (ROA) dan kebijakan hutang yang diukur dari *debt to equity ratio* (DER) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Secara bersama-sama, variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Kata Kunci : Kepemilikan manajerial, IOS, ROA, DER dan DPR

KATA PENGANTAR

Dengan segala kerendahan hati, penulis panjatkan puji syukur ke hadirat Allah SWT. atas karunia yang telah dilimpahkan-Nya sehingga memungkinkan terselesaikannya penulisan tesis ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan untuk mencapai gelar Magister Sains pada Program Studi Magister Akuntansi di Program Pascasarjana Universitas Diponegoro Semarang, di samping manfaat yang mungkin dapat disumbangkan dari hasil penelitian ini kepada pihak yang berkepentingan.

Banyak pihak yang telah dengan tulus hati memberi bantuan, baik itu melalui kata-kata ataupun nasihat serta semangat untuk menyelesaikan penulisan tesis ini. Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih disertai penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Dr. H. Arifin Sabeni, M.Com. Hons. sebagai dosen pembimbing I yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Drs. H. Rahardjo, M.Si. sebagai dosen pembimbing II yang telah memberikan bimbingan dan perhatian sungguh-sungguh sejak awal penulisan tesis ini hingga selesai.
3. Direktur Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro beserta seluruh staf dan karyawan yang telah memberikan kesempatan dan berbagai fasilitas yang diperlukan bagi penulis untuk menyelesaikan studi di Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.

4. Istriku tercinta, Hj. Rismiyati, B.Sc. yang penuh kasih memberikan bantuan semangat dan doa yang demikian besar bagi penulis untuk menyelesaikan tesis ini.
5. Anakku terkasih, Wahyu Aji Setiabudi yang memberikan motivasi kepada penulis untuk selesainya menyelesaikan tesis ini.
6. Berbagai pihak yang tidak dapat disebutkan satu demi satu, yang turut memberikan bantuan dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhirnya kami menyadari bahwa penyusunan tesis ini masih jauh dari sempurna oleh karena itu saran dan kritik bagi penyempurnaan penelitian lanjutan sangat diharapkan.

Semarang, Desember 2004

Sunarto

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
ABSTRACT	iii
ABSTRAK	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah.....	8
1.3. Tujuan Penelitian.....	9
1.4. Manfaat Penelitian.....	10
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	
2.1. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis.....	11
2.1.1. Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	11
2.1.2. <i>Dividend Payout Ratio</i>	13
2.1.3. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi <i>Dividend Payout Ratio</i>	15
2.1.3.1. Kepemilikan Manajerial.....	15
2.1.3.2. <i>Investment Opportunity Set (IOS)</i>	16
2.1.3.3. <i>Return on Asset (ROA)</i>	20
2.1.3.4. <i>Debt to Equity Ratio (DER)</i>	22
2.2. Penelitian Terdahulu dan Perbedaan Penelitian Dengan Penelitian Terdahulu.....	24
2.2.1. Penelitian Terdahulu.....	24
2.2.2. Perbedaan Penelitian Dengan Penelitian Terdahulu.....	29
2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	30
BAB III METODE PENELITIAN	
3.1. Populasi dan Sampel.....	32
3.2. Definisi Operasional Variabel.....	34
3.3. Jenis dan Sumber Data.....	36
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	37
3.5. Pengujian Asumsi Klasik.....	38
3.5.1. Uji Normalitas Data.....	38
3.5.2. Uji Otokorelasi.....	38
3.5.3. Uji Heteroskedastisitas.....	39
3.5.4. Uji Multikolinieritas.....	40
3.6. Pengujian Hipotesis.....	40

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	44
4.1.1. Sektor Industri Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	44
4.1.2. Kapitalisasi Pasar Perusahaan-Perusahaan Sampel...	46
4.1.3. Umur Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	47
4.2. Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan...	48
4.2.1. Statistika Deskriptif Variabel Kepemilikan Manajerial.....	49
4.2.2. Statistika Deskriptif Variabel IOS.....	50
4.2.3. Statistika Deskriptif Variabel ROA.....	50
4.2.4. Statistika Deskriptif Variabel DER.....	51
4.2.5. Statistika Deskriptif Variabel DPR.....	51
4.3. Analisis Data.....	52
4.3.1. Pengujian Asumsi Klasik.....	52
4.3.1.1. Uji Normalitas Data.....	52
4.3.1.2. Uji Heteroskedastisitas.....	53
4.3.1.3. Uji Multikolinieritas.....	55
4.3.1.4. Uji Otokorelasi.....	56
4.3.2. Pengujian Hipotesis.....	57
4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1.....	60
4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2.....	61
4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3.....	63
4.3.2.4. Pengujian Hipotesis 4.....	64
4.3.2.5. Pengujian Hipotesis 5.....	65
 BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	
5.1. Kesimpulan.....	66
5.2. Saran.....	67

DAFTAR TABEL

TABEL	Halaman
2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu Yang Dilakukan Di Amerika Serikat.....	26
2.2. Ringkasan Penelitian Terdahulu Yang Dilakukan Di Indonesia.....	29
3.1. Saham Perusahaan Yang Masuk Perhitungan Indeks LQ45 Semester I Tahun 2003 dan Semester II Tahun 2003	33
3.2. Sampel Penelitian.....	34
4.1. Sektor Industri Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	45
4.2. Kapitalisasi Pasar Perusahaan-Perusahaan Sampel.....	47
4.3. Umur Perusahaan Sampel.....	48
4.4. Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan.....	49
4.5. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov	53
4.6. Hasil Uji Glejser.....	54
4.7. Hasil Uji Multikolinieritas.....	56
4.8. Hasil Uji Durbin Watson.....	57
4.9. Hasil Analisis Regresi Berganda.....	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	31

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1.	Umur, Sektor, Total Aset Perusahaan Sampel
Lampiran 2.	Perhitungan IOS
Lampiran 3.	Data Penelitian
Lampiran 4.	Output Statistika Deskriptif Variabel Penelitian
Lampiran 5.	Output Uji Normalitas Data
Lampiran 6.	Output Uji Heteroskedastisitas
Lampiran 7.	Output Analisis Regresi Berganda

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Komposisi kepemilikan dari perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Jakarta berbeda dengan komposisi perusahaan yang belum *go public*. Perbedaan yang sangat nyata adalah bahwa pada perusahaan yang telah *go public* terdapat komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh masyarakat umum (publik), sedangkan pada perusahaan yang tertutup hal tersebut belum tentu ada.

Adanya komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh publik ini tentu menimbulkan implikasi bagi perusahaan. Pemegang saham dari kalangan publik ini memiliki karakteristik dengan tujuan investasi. Pemegang saham publik akan meminta imbal hasil dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan dalam bentuk dividen. Sementara itu pihak internal dalam perusahaan akan merasa keberatan apabila nilai dividen yang diberikan kepada pemegang saham memiliki jumlah yang besar, karena pihak internal dapat memiliki keinginan untuk menggunakan keuntungan yang diperolehnya untuk memperluas kegiatan operasinya. Benturan kepentingan ini seringkali dibahas dalam teori keagenan (*agency theory*).

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham

(Eloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar yang menjadi tujuan dari pemegang saham. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Eloumi dan Gueyie, 2001).

Tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar. Manajer memiliki informasi privat tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan makin meningkat pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukriy Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan.

Aplikasi teori keagenan (*agency theory*) semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana dari pasar modal. Teori asimetri informasi yang menyatakan adanya perbedaan kepemilikan informasi antara manajer dengan investor (di mana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap daripada investor), memberi pemahaman dan bukti empiris bahwa terdapat biaya dalam hubungan antara manajer (pihak internal) dan pemilik dalam hal ini adalah investor (Syukriy Abdullah, 2001). Jensen dan Meckling (1976) dalam (Adhi A.W., 2002 dan Syukriy Abdullah, 2001) menjelaskan bagaimana biaya tersebut terjadi berdasarkan teori ekonomi yang memandang hubungan di antara kedua belah pihak sebagai suatu pemberian wewenang oleh pemilik kepada manajer untuk bertindak dalam garis kepentingan pemilik.

Masalah keagenan (*agency conflict*) terjadi disebabkan adanya kemungkinan manajemen bertindak tidak sesuai dengan keinginan prinsipal, karena manajemen berkeinginan untuk meningkatkan kemakmurannya. Selain itu manajemen juga dapat memilih struktur modal perusahaan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen yang menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) yang terjadi dalam konflik kepentingan tersebut.

Teori keagenan (*agency theory*) memberikan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan, yang tiga di antaranya diteliti oleh Crutchley dan Hansen (1999), yakni :

1. Dengan meningkatkan kepemilikan manajer atas saham biasa perusahaan, berarti semakin mendekatkan kepentingan manajer dengan kepentingan investor publik / eksternal. Dalam kasus ekstrim, jika kepemilikan manajer

adalah 100%, maka manajer dapat menurunkan biaya keagenan menjadi nol. Namun, jika manajer memperbesar kepemilikan dalam perusahaan maka *personal wealth*-nya menjadi kurang terdiversifikasi. Di sisi lain, kepemilikan manajerial bukannya tanpa biaya. Akibat dari kemakmuran manajer yang kurang terdiversifikasi adalah manajer akan menuntut kenaikan jumlah kompensasi (Syukriy Abdullah, 2001).

2. Menaikkan dividen (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kemungkinan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Penambahan modal dari pemodal eksternal baik melalui *Initial Public Offering* (IPO) ataupun *right issue* akan meningkatkan *monitoring* atau pengawasan dari pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal seperti Bapepam, penjamin emisi dan investor. *Monitoring* ini mendorong manajer untuk bekerja lebih baik sehingga lebih mendekati kepentingan pemegang saham.
3. Dengan menggunakan pembiayaan dari hutang yang lebih besar (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Syukriy Abdullah, 2001). Penggunaan hutang yang lebih besar menurunkan total pembayaran dari ekuitas sehingga mengurangi konflik manajer dengan pemegang saham. Namun pembiayaan dengan hutang menimbulkan konflik di antara investor dan kreditur yang menambah biaya keagenan. Hutang perusahaan yang semakin besar berarti memperbesar risiko kebangkrutan yang ditanggung oleh pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung mendorong manajer untuk melakukan investasi yang memiliki imbal hasil yang lebih tinggi.

Ketiga cara yang melibatkan kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang tersebut telah memperoleh perhatian para peneliti, sehingga terdapat beberapa penelitian yang melakukan kajian mengenai hubungan maupun pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan dividen dan kebijakan hutang satu sama lain. Di Indonesia, penelitian mengenai hal tersebut terutama yang menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel terikat telah dilakukan oleh Syukriy Abdullah (2001), P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002), Wahidahwati (2002), dan Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003).

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividend payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive*. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set*, kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap *dividend payout ratio* dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan hutang, *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, risiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan dari perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1993-1996. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) adalah bahwa hanya variabel pengeluaran modal dan ROA yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Pengaruh pengeluaran modal terhadap *dividend payout ratio* adalah negatif sementara pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* adalah positif.

Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, risiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) adalah bahwa risiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan di Indonesia tersebut secara umum masih memiliki hasil yang relatif berbeda satu sama lain, hal ini dapat terjadi karena penelitian-penelitian tersebut secara keseluruhan tidak melakukan uji normalitas data. Lebih lanjut penelitian-penelitian tersebut secara khusus hanya melakukan kajian pada perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur saja. Kedua hal ini menimbulkan adanya kesenjangan penelitian (*research gap*)

dari sisi hasil yang berbeda akibat tidak dilakukannya uji normalitas data dan sampel yang digunakan sehingga perlu dilakukan penelitian yang melakukan uji normalitas dan tidak hanya mengambil sampel dari satu sektor saja, namun berasal dari semua sektor yang ada di Bursa Efek Jakarta dan mampu mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Oleh sebab itu penelitian ini akan melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan kebijakan hutang yang diukur dari *debt to equity ratio* (DER) terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* (DPR) dengan terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data yang tidak pernah dilakukan pada penelitian sebelumnya. Penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam perhitungan Indeks LQ45, karena saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 memiliki kapitalisasi pasar yang sangat besar yaitu 75% dari kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta (Agus Sartono dan Sri Zulaihati, 1998).

Lebih lanjut saham yang masuk dalam indeks LQ45 merupakan saham yang aktif, memiliki fundamental yang baik dan masuk dalam kategori *blue chips* yang diminati oleh investor dalam melakukan investasi saham di Bursa Efek Jakarta. Tahun penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2003 dengan alasan bahwa pada akhir tahun 2002 Bursa Efek Jakarta mengeluarkan peraturan perdagangan baru yang mengubah sistem JATS dari *auto halting* menjadi *auto rejection*. Sehingga periode sebelum pemberlakuan sistem ini tidak

memncerminkan kondisi Bursa Efek Jakarta pada saat penelitian ini dilakukan dan pada tahun 2003 sistem ini telah berlaku hingga sekarang.

1.2. Perumusan Masalah

Adanya *research gap* yang berupa perbedaan temuan penelitian mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* (DPR) yang diakibatkan oleh tidak dilakukannya uji normalitas data dan sampel yang hanya diambil dari satu sektor saja yaitu sektor manufaktur membutuhkan penelitian yang melibatkan sampel yang berasal dari semua sektor yang ada di Bursa Efek Jakarta dan mampu mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Sehingga penelitian ini akan melakukan kajian dengan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam perhitungan Indeks LQ45, karena saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 memiliki kapitalisasi pasar yang sangat besar yaitu 75% dari kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta sehingga dapat mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta. Variabel yang diteliti pengaruhnya terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan kebijakan hutang yang diukur dari *debt to equity ratio* (DER). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut :

1. Bagaimanakah pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*?

2. Bagaimanakah pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*?
3. Bagaimanakah pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio*?
4. Bagaimanakah pengaruh *debt to equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio*.
5. Apakah kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt to equity ratio* (DER) secara bersama-sama berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.
2. Untuk menganalisis pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*.
3. Untuk menganalisis pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio*.
4. Untuk menganalisis pengaruh *debt to equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio*.
5. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan *debt to equity ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap *dividend payout ratio*.

1.4. Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi perusahaan yang telah tercatat di Bursa Efek Jakarta, diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan terhadap kebijakan dividennya.
2. Bagi investor saham di Bursa Efek Jakarta, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dalam melakukan investasi saham di Bursa Efek Jakarta terutama bagi investor yang memiliki tujuan investasi untuk memperoleh dividen.
3. Bagi peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi landasan teoritis dan empiris bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Teori utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori keagenan (*agency theory*) yang melibatkan investor, manajer dan pihak yang memberikan hutang (kreditor) dan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terkait dengan teori keagenan tersebut. Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukriy Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan. Oleh sebab itu terlebih dahulu akan dijabarkan konsep teori keagenan sebelum menjelaskan konsep-konsep yang digunakan.

2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) dalam Adhi A.W. (2002) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik di antara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan

kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Putu A.M. dan Jogiyanto Hartono, 2002). Pembagian dividen ini akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen ini juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites* misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas satu yang dilakukan oleh manajemen terhadap *cash flow* perusahaan seiring dengan menurunnya biaya *monitoring* karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya (Crutchley dan Hansen, 1989). Selain itu perusahaan yang *go public* berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat melalui auditor dan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) serta investor publik dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham di luar manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan

untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Elloumi dan Gueyie, 2001).

Tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang besar. Manajer memiliki informasi privat tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan makin meningkat pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian deviden perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai deviden haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

2.1.2. *Dividend Payout Ratio*

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* diukur sebagai deviden yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Jadi *dividend payout ratio* merupakan prosentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham umum dari laba yang diperoleh perusahaan.

Dividend payout ratio (DPR) dapat dihitung dengan rumus (Robbert Ang, 1997) :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \dots\dots\dots(2.1.)$$

Dimana :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividens Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

Sementara itu Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividend per share* terhadap pertumbuhan *earning per share*. Dividen merupakan salah satu tujuan investor melakukan investasi saham (Robbert Ang, 1997), sehingga apabila besarnya dividen tidak sesuai dengan yang diharapkan maka ia akan cenderung tidak membeli suatu saham atau menjual saham tersebut apabila telah memilikinya.

Kajian mengenai *dividend payout ratio* diperkenalkan oleh Lintner pada tahun 1956 (Brav *et al.*, 2003). Brav *et al.* (2003) menyatakan bahwa Lintner mengembangkan suatu pemahaman modern mengenai kebijakan dividen. *Dividend payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. *Dividend payout ratio* seringkali dikaitkan dengan *signalling theory* (Jogiyanto Hartono, 1998). *Dividend payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. Akibatnya sinyal buruk akan muncul karena mengindikasikan bahwa perusahaan kekurangan dana. Kondisi ini akan menyebabkan preferensi investor akan suatu saham berkurang karena investor memiliki preferensi yang sangat kuat atas dividen (Brav *et al.*, 2003). Sehingga perusahaan akan selalu berupaya untuk mempertahankan *dividend*

payout ratio meskipun terjadi penurunan jumlah laba yang diperolehnya (Adaoglu, 2000).

Pentingnya kebijakan dividen terutama yang berkaitan dengan *dividend payout ratio* juga telah dibahas oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000). Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan dividen akan selalu dievaluasi oleh investor sebagai sinyal atas kemampulabaan masa depan perusahaan.

2.1.3. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR)

2.1.3.1. Kepemilikan Manajerial

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Adhi A.W., 2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini secara khusus akan mengkaji kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.

Secara empiris Jensen *et al.* (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (*dividend payout ratio*) rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga

diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial yang kecil akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang besar. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.3.2. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga

dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Myers (1977) sebagaimana dikutip oleh Adi Prasetyo (2001) memperkenalkan istilah *investment opportunity set* (IOS) yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993), Adi Prasetyo (2001) menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang tidak dapat diobservasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel-variabel lain.

Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharma (2001) dan Kallapur dan Trombley (2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan

dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut :

1. Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).
2. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.
3. Proksi berdasarkan varian, 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.

Meskipun terdapat 3 klasifikasi proksi IOS, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi IOS saja yaitu *book to market equity* (BVE/MVE) yang kemudian disempurnakan oleh Smith dan Watts (1992) dan Jogiyanto Hartono (1999) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menjadi MVE/BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak

digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya. Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menyatakan bahwa rasio *market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitasnya menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Rumus MVE/BVE ini adalah sebagai berikut :

$$MVE/BVE = \frac{MC}{TE} \dots\dots\dots(2.2.)$$

Dimana :

MVE/BVE : Rasio *market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE : Total ekuitas

J.A. Saputro (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Hal yang sama juga ditemukan oleh Elloumi dan Gueyie (2001). Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan

M. Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984). Masing-masing perusahaan mempunyai IOS yang berbeda-beda tergantung dari spesifik aktiva yang dimiliki (Kester, 1986). Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.3.3. *Return on Assets* (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan / laba bagi perusahaan (Clara E.S., 2001). Hal yang senada juga dinyatakan oleh Robbert Ang (1997) yang menyebutkan bahwa rasio ROA

digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. ROA kadang-kadang disebut juga ROI (*return on investment*). Nilai ROA dapat diukur dengan rumus (Robbert Ang, 1997) :

$$ROA = \frac{NIAT}{TA} \dots\dots\dots(2.3.)$$

Dimana :

ROA : *Return on Assets*

NIAT : *Net Income After Tax*

TA : *Total Assets*

Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding aset yang relatif tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas diikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya

mencerminkan penentuan pembayaran dividen. Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen adalah positif (Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H3 : ROA berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.3.4. *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). *Debt to equity ratio (DER)* dapat digunakan sebagai proksi rasio solvabilitas (Syahib Natarsyah, 2000). Yogo Purnomo (1998) menyatakan bahwa DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber permodalan usaha. Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER = \frac{TD}{TSE} \dots\dots\dots(2.4.)$$

Dimana :

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TSE : *Total Shareholder's Equity*

Semakin besar DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Syukriy Abdullah (2001) mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan

kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang.

Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui *leverage* sehingga hubungan antara kebijakan dividen dengan *leverage* adalah searah (Putu A.M. dan Jogiyanto Hartono (2002). Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui hutang. Pendapat ini senada dengan pendapat Miller dan Rock (1985) yang berpendapat bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan.

Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jogiyanto Hartono, 2000; P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002). Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan penjelasan pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* terhadap *dividend pay out ratio* secara parsial, maka diperkirakan variabel kepemilikan manajerial,

investment opportunity set (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* tersebut juga memiliki pengaruh yang signifikan secara simultan. Sehingga dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H5 : Kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Pay Out Ratio*

2.2. Penelitian Terdahulu dan Perbedaan Penelitian dengan Penelitian Terdahulu

2.2.1. Penelitian Terdahulu

Jensen *et al.* (1992) menguji pengaruh *insider ownership*, dan kebijakan dividen terhadap kebijakan hutang (rasio) hutang pada perusahaan publik dari berbagai sektor di Amerika Serikat. Penelitian Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa rasio hutang merupakan fungsi dari *insider ownership*, dividen, resiko bisnis, profitabilitas, riset dan pengembangan dan aset tetap. Teknik analisis adalah teknik analisis regresi berganda. Hasil penelitian ini yaitu terdapat hubungan negatif antara *insider ownership* dengan kebijakan hutang. Hasil ini mengindikasikan bahwa dengan peningkatan *insider ownership*, maka akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajerial bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Penelitian Jensen *et al.* (1992) juga menemukan bahwa peningkatan *insider ownership* menyebabkan penurunan *dividend payout ratio*.

Chen dan Steiner (1999) melakukan pengujian secara simultan non linier antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan *risk taking* dengan menggunakan metode analisis 2SLS pada perusahaan-perusahaan yang tercatat di *New York Stock Exchange* dari berbagai sektor. Hasil yang diperoleh adalah bahwa kepemilikan manajerial berhubungan dengan risiko secara non linier, di mana pada saat risiko rendah, peningkatan risikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya, tetapi pada saat risiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai sifat *risk averse* yang cenderung akan menurunkan tingkat kepemilikan sahamnya. Pengambilan risiko (*risk taking*) berhubungan positif dengan kepemilikan manajerial, ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham luar, tetapi memperburuk hubungan dengan *debtholder* dan *shareholder*. Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dengan hutang dan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa hutang dan dividen sebagai *monitoring agent* yang dapat mengurangi *agency cost*.

Ringkasan kedua penelitian tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.1. berikut ini.

Tabel 2.1.

Ringkasan Penelitian Terdahulu Yang Dilakukan di Amerika Serikat

No.	Peneliti	Variabel dan Sektor Yang Diteliti	Teknik Analisis	Hasil Penelitian
1.	Jensen <i>et al.</i> (1992)	<i>insider ownership</i> , dan kebijakan dividen dan kebijakan hutang (rasio) hutang. Perusahaan berbagai sektor di Amerika Serikat	Regresi Berganda	Terdapat pengaruh negatif <i>insider ownership</i> terhadap kebijakan hutang. Peningkatan <i>insider ownership</i> menyebabkan penurunan <i>dividend payout ratio</i> .
2.	Chen dan Steiner (1999)	kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, kebijakan dividen dan <i>risk taking</i> . Perusahaan berbagai sektor yang tercatat di NYSE	2SLS	Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dengan hutang dan dividen

Sumber : Penelitian terdahulu, diringkas.

Kedua penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat ini secara umum memperoleh hasil yang konsisten di mana kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan dividen. Konsistensi ini dapat terjadi karena kedua penelitian menggunakan sampel yang tersebar di berbagai sektor. Namun tidak diketahui apakah penelitian-penelitian tersebut melakukan uji normalitas atau tidak. Sedangkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan di Indonesia dibahas sebagai berikut ini.

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Syukriy Abdullah (2001) menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive* tanpa melihat bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta atau tidak. Teknik analisis

data dilakukan dengan menggunakan 3SLS. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) meneliti tentang pengaruh *investment opportunity set* (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang terhadap *dividend payout ratio*. Sampel pada penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1990-2000. Teknik analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan hutang, *investment opportunity set* (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel-variabel yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Variabel bebas yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, risiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan. Sampel dalam penelitian Wahidahwati (2002) adalah perusahaan-perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta pada periode 1993-1996. Teknik analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian Wahidahwati (2002) adalah bahwa hanya variabel pengeluaran modal dan ROA yang mempengaruhi *dividend payout*

ratio. Pengaruh pengeluaran modal terhadap *dividend payout ratio* adalah negatif sementara pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* adalah positif.

Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, risiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio*. Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) adalah bahwa risiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Ringkasan penelitian terdahulu yang telah dilakukan di Indonesia sebagaimana telah diulas sebelumnya tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.2. berikut ini.

Tabel 2.2.

Ringkasan Penelitian Terdahulu Yang Dilakukan di Indonesia

No.	Peneliti	Variabel dan Sektor Yang Diteliti	Teknik Analisis	Hasil Penelitian
1.	Syukriy Abdullah (2001)	kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan dan <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan berbagai sektor di BEJ yang diambil secara <i>purposive</i> tanpa kriteria aktif.	3SLS	Kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i>
2.	P.A. Mahadwartha dan Jogyanto Hartono (2002)	<i>investment opportunity set</i> (IOS), kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan dan kebijakan hutang dan <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEJ.	Regresi Berganda	Kebijakan hutang, <i>investment opportunity set</i> (IOS) memiliki pengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i>
3.	Wahidahwati (2002)	kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, risiko, ukuran perusahaan, pengeluaran modal, ROA dan tingkat pertumbuhan serta <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEJ.	Regresi Berganda	Pengaruh pengeluaran modal terhadap <i>dividend payout ratio</i> adalah negatif sementara pengaruh ROA terhadap <i>dividend payout ratio</i> adalah positif.
4.	Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003)	kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, risiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari <i>dividend payout ratio</i> . Perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEJ.	Regresi Berganda	risiko dan aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i> , sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>

Sumber : Penelitian terdahulu, diringkaskan.

2.2.2. Perbedaan Penelitian dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) yang telah dilakukan di Bursa Efek Jakarta kebanyakan tidak melakukan uji normalitas data dan hanya melakukan

kajian pada satu sektor saja yaitu sektor manufaktur, sehingga hasil penelitian-penelitian tersebut secara khusus hanya berlaku pada sektor manufaktur tersebut, padahal total transaksi saham perusahaan pada sektor manufaktur hanya mencakup 30% hingga 40% total transaksi saham yang ada di Bursa Efek Jakarta. Hal ini menimbulkan *research gap* yang membutuhkan penelitian lebih lanjut mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) yang dilakukan pada sektor selain manufaktur ataupun secara keseluruhan sebagaimana disarankan oleh Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003).

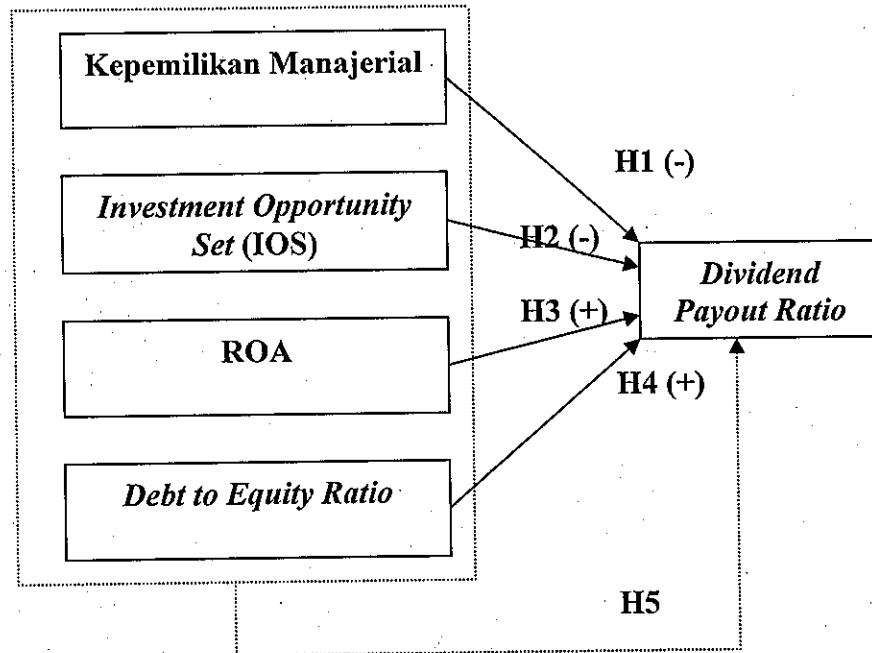
Oleh sebab itu penelitian ini akan melakukan kajian mengenai variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) dengan menggunakan sampel saham-saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 yang mampu mencakup 75% kapitalisasi pasar seluruh saham yang ada di Bursa Efek Jakarta dan tidak melibatkan saham yang tidak aktif. Hal ini dilakukan agar penelitian ini dapat memberikan hasil yang bersifat general dan tidak terbatas pada sektor tertentu saja.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Variabel kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), ROA dan *debt to equity ratio* pada penelitian ini diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *dividend pay out ratio* baik secara parsial maupun secara bersama-sama. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :

Gambar 2.1.

Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Dikembangkan untuk tesis ini.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi merupakan suatu kesatuan atas dasar apa penelitian dilakukan dan bagi siapa kesimpulan atau hasil penelitian diberlakukan (Sekaran, 1992). Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga periode tahun 2003. Tahun penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2003 dengan alasan bahwa pada akhir tahun 2002 Bursa Efek Jakarta mengeluarkan peraturan perdagangan baru yang mengubah sistem JATS dari *auto halting* menjadi *auto rejection*. Sehingga periode sebelum pemberlakuan sistem ini tidak memncerminkan kondisi Bursa Efek Jakarta pada saat penelitian ini dilakukan dan pada tahun 2003 sistem ini telah berlaku hingga sekarang.

Jumlah populasi adalah 332 perusahaan (Bursa Efek Jakarta, 2003 dan Bapepam, 2003). Tidak semua anggota populasi ini akan menjadi obyek penelitian sehingga perlu dilakukan pengambilan sampel.

Sampel diambil dengan metode *purposive sampling*. *Purposive sampling* adalah pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditetapkan (Sekaran, 1992). Sampel ini ditentukan berdasarkan syarat yang ditentukan sebagai berikut:

1. Merupakan saham yang aktif diperdagangkan selama tahun 2003, dan masuk ke dalam perhitungan Indeks LQ45 selama dua kali berturut-turut. Hal ini

dilandasi pemikiran karena Indeks LQ45 direview oleh otoritas bursa sebanyak 2 kali dalam setahun yaitu bulan Januari dan bulan Juli. Terdapat sebanyak 39 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut. Pada Tabel 3.1. berikut ini dapat dilihat perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk ke dalam perhitungan Indeks LQ45 selama semester I tahun 2003 dan semester II tahun 2003.

Tabel 3.1.

**Saham Perusahaan Yang Masuk Dalam Perhitungan Indeks LQ45
Semester I Tahun 2003 dan Semester II Tahun 2003**

Semester I / 2003				Semester II / 2003			
1	AALI	24	ISAT	1	AALI	24	ISAT
2	ANTM	25	JAKA	2	ANTM	25	JHD
3	APEX	26	JHD	3	APEX	26	KAEF
4	ASGR	27	KAEF	4	ASGR	27	KLBF
5	ASII	28	KLBF	5	ASII	28	LMAS
6	AUTO	29	LMAS	6	AUTO	29	MEDC
7	BBCA	30	MEDC	7	BBCA	30	MLPL
8	BBNI	31	MLPL	8	BBNI	31	MPPA
9	BHIT	32	MPPA	9	BKSW	32	NISP
10	BLTA	33	MTDL	10	BMTR	33	PNBN
11	BMTR	34	PNBN	11	CMNP	34	PTBA
12	DNKS	35	RALS	12	DNKS	35	RALS
13	DYNA	36	RMBA	13	DYNA	36	RMBA
14	GGRM	37	SCMA	14	GGRM	37	SCMA
15	GJTL	38	SMCB	15	GJTL	38	SMCB
16	HITS	39	SMGR	16	HMSR	39	SMGR
17	HMSR	40	TINS	17	IDSR	40	TINS
18	IDSR	41	TLKM	18	INAF	41	TKIM
19	INAF	42	TSPC	19	INCO	42	TLKM
20	INDF	43	TURI	20	INDF	43	TSPC
21	INDR	44	UNTR	21	INDR	44	UNTR
22	INKP	45	UNVR	22	INKP	45	UNVR
23	INTP			23	INTP		

Sumber : Bursa Efek Jakarta.

Keterangan :

Kode saham yang dicetak tebal merupakan saham yang ikut dalam perhitungan Indeks LQ45 selama 2 periode berturut-turut.

2. Tersedia data penelitian yang lengkap (semua data yang dibutuhkan dalam penelitian ini tidak ada yang tidak dapat diperoleh) pada periode penelitian.

Semua sampel yang mampu memenuhi kriteria pertama yaitu sebanyak 39 perusahaan memiliki data yang lengkap. Sehingga 39 perusahaan tersebut menjadi sampel pada penelitian ini.

Pada Tabel 3.2. berikut ini dapat dilihat perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini.

Tabel 3.2.
Sampel Penelitian

No.	Kode Saham	Nama Perusahaan	No.	Kode Saham	Nama Perusahaan
1	AALI	P.T. Astra Agro Lestari	21	ISAT	P.T. Indosat
2	ANTM	P.T. Aneka Tambang	22	JIHD	P.T. Jakarta International Hotel
3	APEX	P.T. Apexindo	23	KAEF	P.T. Kimia Farma
4	ASGR	P.T. Astra Graphia	24	KLBF	P.T. Kalbe Farma
5	ASII	P.T. Astra International	25	LMAS	P.T. Limas Stockhomindo
6	AUTO	P.T. Astra Otopart	26	MEDC	P.T. Medco Energy
7	BBCA	P.T. Bank Central Asia	27	MLPL	P.T. Multipolar
8	BBNI	P.T. Bank Negera Indonesia	28	MPPA	P.T. Matahari Putra Prima
9	BMTR	P.T. Bimantara Citra	29	PNBN	P.T. Panin Bank
10	DNKS	P.T. Dankos	30	RALS	P.T. Ramayana Lestari
11	DYNA	P.T. Dynaplas	31	RMBA	P.T. Bantoel d/h Rimba Niaga
12	GGRM	P.T. Gudang Garam	32	SCMA	P.T. Surya Citra Media
13	GJTL	P.T. Gajah Tunggal	33	SMCB	P.T. Semen Cibinong
14	HMSP	P.T. H.M. Sampoerna	34	SMGR	P.T. Semen Gresik
15	IDSR	P.T. Indosiar	35	TINS	P.T. Tambang Timah
16	INAF	P.T. Indo Farma	36	TLKM	P.T. Telkom
17	INDF	P.T. Indofood Sukses Makmur	37	TSPC	P.T. Tempo Scan Pacific
18	INDR	P.T. Indo Rama	38	UNTR	P.T. United Tractor
19	INKP	P.T. Indah Kiat pulp and Paper	39	UNVR	P.T. Unilever Indonesia
20	INTP	P.T.Indocement Tunggul Perkas			

Sumber : Bursa Efek Jakarta.

3.2. Definisi Operasional Variabel

Pada bagian ini akan dijelaskan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini

adalah kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*), ROA, dan *debt to equity ratio* yang dipergunakan sebagai variabel bebas dan *dividend payout ratio* yang dipergunakan sebagai variabel terikat.

1. Kepemilikan manajerial, diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Tarjo dan Jogiyanto Hartono, 2003). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris).
2. *Investment Opportunity Set (IOS)*, dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio MVE/BVE. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993 dan Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Rumus MVE/BVE ini adalah sebagai berikut :

$$MVE/BVE = \frac{MC}{TE} \dots\dots\dots(3.1.)$$

Dimana :

MVE/BVE: Rasio *market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga)

TE : Total ekuitas

3. ROA, rasio ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ROA diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

4. *Debt to Equity Ratio* (DER), DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber permodalan usaha, DER diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
5. *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Dividend payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. DPR diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

3.3. Jenis dan Sumber Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Data yang diperoleh perlu diolah untuk dapat menjawab persoalan penelitian yang dirumuskan. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Daftar saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ 45 selama periode penelitian (tahun 2003). Data ini diperoleh dari Bursa Efek Jakarta.
2. Data komposisi kepemilikan saham periode tahun 2003 yang akan dipergunakan untuk menghitung prosentase kepemilikan manajerial. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
3. Data kapitalisasi pasar dan total ekuitas periode tahun 2003 yang dipergunakan untuk menghitung rasio MVE/BVE sebagai proksi set

kesempatan investasi. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

4. Data ROA, DER, DPR periode tahun 2003, data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

Berdasarkan cara memperolehnya, jenis data yang dipakai di dalam penelitian ini adalah data sekunder. Menurut klasifikasi pengumpulannya data yang digunakan adalah data *cross section*.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahuluan yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini seperti jurnal-jurnal yang terkait dengan bidang yang dikaji dan bahan simposium terutama dari Simposium Nasional Akuntansi. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, yaitu mengenai jenis data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data, dan gambaran cara pengolahan data. Secara umum data yang dibutuhkan tersedia pada situs resmi Bursa Efek Jakarta, Bapepam dan *Indonesia Capital Market Directory* yang diterbitkan oleh ECFIN. Tahapan selanjutnya adalah penelitian pokok yang digunakan untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan

penelitian dan memperkaya literatur untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.5. Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian gejala asumsi klasik dilakukan agar hasil analisis regresi memenuhi kriteria *BLUE* (*best linear unbiased estimator*). Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas data, uji otokorelasi, uji heteroskedastisitas dan uji multikolinearitas.

3.5.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat apakah suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Hair *et al* (1996) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai *Z* statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Uji Kolmogorov Smirnov dipilih dalam penelitian ini karena uji ini dapat secara langsung menyimpulkan apakah data yang ada terdistribusi normal secara statistik atau tidak. Dalam penelitian ini uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi 1%.

3.5.2. Uji Otokorelasi.

Otokorelasi terjadi apabila penyimpangan terhadap suatu observasi dipengaruhi oleh penyimpangan observasi yang lain atau terjadi korelasi di antara

kelompok observasi menurut waktu dan tempat (Algifari, 1997). Konsekwensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah bahwa varians sampel tidak menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dapat dilakukan melalui pengujian terhadap nilai Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut (Algifari, 1997) :

Kurang dari 1,10	: Ada otokorelasi
1,10 hingga 1,54	: Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	: Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,90	: Tanpa Kesimpulan
Lebih dari 2,91	: Ada otokorelasi

3.5.3. Uji Heteroskedastisitas

Heterokedastisitas terjadi apabila tidak adanya kesamaan deviasi standar nilai variabel dependen pada setiap variabel independen. Bila terjadi gejala heterokedastisitas akan menimbulkan akibat varians koefisien regresi menjadi minimum dan *confidence interval* melebar sehingga hasil uji signifikansi statistik tidak valid lagi.

Heterokedastisitas dapat dideteksi dengan uji Glejser. Dalam uji Glejser, model regresi linier yang digunakan dalam penelitian ini diregresikan untuk mendapatkan nilai residualnya. Kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan dan

dilakukan regresi dengan semua variabel independen, bila terdapat variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap residual absolut maka terjadi heterokedastisitas dalam model regresi ini (Gunawan Sumodiningrat, 1996).

3.5.4. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi jika terdapat hubungan linier antara independen variabel yang dilibatkan dalam model. Jika terjadi gejala multikolinearitas yang tinggi, *standard error* koefisien regresi akan semakin besar dan mengakibatkan *confidence interval* untuk pendugaan parameter semakin lebar, dengan demikian terbuka kemungkinan terjadi kekeliruan, menerima hipotesis yang salah dan menolak hipotesis yang benar.

Uji asumsi klasik seperti multikolinearitas dapat dilaksanakan dengan jalan meregresikan model analisis dan melakukan uji korelasi antar *independent variable* dengan menggunakan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Batas dari *VIF* adalah 10 dan nilai *tolerance value* adalah 0,1. Jika nilai *VIF* lebih besar dari 10 dan nilai *tolerance value* kurang dari 0,1 maka terjadi multikolinearitas. Bila terdapat gejala multikolinieritas di antara variabel independen, maka penanggulangannya adalah dengan mengeluarkan salah satu variabel tersebut dari model.

3.6. Pengujian Hipotesis

Pada penelitian ini teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Teknik analisis regresi

dipilih untuk digunakan pada penelitian ini karena teknik regresi berganda dapat menyimpulkan secara langsung mengenai pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan secara parsial ataupun secara bersama-sama.

Hair *et al.* (1998) menyatakan bahwa regresi berganda merupakan teknik statistik untuk menjelaskan keterkaitan antara variabel terikat dengan beberapa variabel bebas. Fleksibilitas dan adaptifitas dari metode ini mempermudah peneliti untuk melihat suatu keterkaitan dari beberapa variabel sekaligus. Regresi berganda juga dapat memperkirakan kemampuan prediksi dari serangkaian variabel bebas terhadap variabel terikat (Hair *et al.*, 1998). Sementara itu, model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha - \beta_1 X_1 - \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \dots \dots \dots (3.2.)$$

Dimana :

Y : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

α : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi

X_1 : Kepemilikan Manajerial

X_2 : *Investment Opportunity Set* (IOS)

X_3 : ROA

X_4 : DER

e : *Residual*

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F dilakukan

untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama / simultan. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 4 diuji dengan menggunakan uji t dengan tingkat signifikansi hingga 10%. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka H_a diterima dan H_o ditolak, demikian pula sebaliknya.

Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b} \dots\dots\dots(3.3.)$$

Dimana :

b = Koefisien regresi variabel independen

σb = Deviasi standar koefisien variabel independen

Sementara itu pengujian hipotesis 5 akan dilakukan dengan uji F. Uji F dilakukan dengan membandingkan nilai F hitung dengan nilai F tabel hingga tingkat signifikansi 10%, apabila nilai F hitung lebih besar daripada F tabel maka H_a akan diterima dan H_o akan ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai F hitung dihitung dengan rumus :

$$F \text{ hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \dots\dots\dots(3.4.)$$

$$= \frac{ESS / (k - 1)}{RSS / (k - 1)}$$

Dimana :

R^2 = *Explained sum of squares* (ESS) / Koefisien determinasi

$1-R^2 = \text{Residual sum of squares (RSS)}$

$n = \text{Jumlah sampel}$

$k = \text{Jumlah variabel}$

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Obyek Penelitian

Gambaran umum obyek penelitian yang akan dijabarkan pada bagian ini mencakup sektor industri, kapitalisasi pasar dan umur dari perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel pada penelitian ini. Meskipun penelitian ini menggunakan populasi 45 perusahaan yang sahamnya masuk ke dalam perhitungan LQ45 namun hanya 39 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel sebagaimana telah dijelaskan di dalam Bab III.

4.1.1. Sektor Industri Perusahaan-Perusahaan Sampel

Semua saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta diklasifikasikan ke dalam sembilan sektor menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan Bursa Efek Jakarta, yang diberi nama "JASICA" (*Jakarta Stock Exchange Industrial Classification*). Ke sembilan sektor tersebut adalah (Robert Ang, 1997):

A. Sektor-Sektor Primer- (Ekstraktif) :

1. Sektor Pertanian
2. Sektor Pertambangan

B. Sektor-Sektor Sekunder (Industri Pengolahan / Manufaktur)

3. Sektor Industri Dasar & Kimia
4. Sektor Aneka Industri

5. Sektor Industri Barang Konsumsi
- C. Sektor-Sektor Tersier (Jasa)
6. Sektor Properti dan *Real Estate*
 7. Sektor Transportasi dan Infrastruktur
 8. Sektor Keuangan
 9. Sektor Perdagangan, Jasa dan Investasi

Klasifikasi perusahaan berdasarkan sektor industri di mana perusahaan berada secara ringkas dapat dilihat sebagaimana yang tampak pada Tabel 4.1. berikut ini.

Tabel 4.1.

Sektor Industri Perusahaan-Perusahaan Sampel

Sektor Industri	Jumlah	%
Pertanian	1	2,564
Pertambangan	4	10,256
Industri Dasar dan Kimia	5	12,821
Aneka Industri	4	10,256
Industri Barang Konsumsi	10	25,641
Properti dan Real Estate	1	2,564
Infrastruktur	2	5,128
Keuangan	3	7,692
Perdagangan, Jasa dan Investasi	9	23,077
Jumlah	39	100

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.1. di atas maka dapat diketahui bahwa sebanyak 10 perusahaan (25,641%) yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di sektor industri barang konsumsi, sebanyak 9 perusahaan (23,077%) bergerak di sektor perdagangan, jasa dan investasi, sebanyak 5 perusahaan (12,821%) bergerak di sektor industri dasar dan kimia, pada sektor pertambangan dan sektor aneka industri terdapat masing-masing 4 perusahaan (10,256%), sebanyak 3 perusahaan (7,692%) bergerak di sektor keuangan, sebanyak 2 perusahaan (5,128%) merupakan perusahaan yang berak di sektor infrastruktur, dan pada sektor pertanian dan properti terdapat masing-masing 1 perusahaan (2,564%) yang bergerak di dalamnya.

4.1.2. Kapitalisasi Pasar Perusahaan-Perusahaan Sampel

Pada bagian berikut ini akan diberikan gambaran kapitalisasi pasar dari perusahaan-perusahaan sampel. Robbert Ang (1997) mengelompokkan saham berdasarkan kapitalisasi pasarnya menjadi tiga kelompok yaitu *big cap*, *mid cap* dan *small cap*. Saham akan masuk ke dalam kelompok *big cap* apabila memiliki nilai kapitalisasi pasar lebih besar atau sama dengan Rp. 5 triliun, masuk ke dalam kelompok *mid cap* apabila memiliki nilai kapitalisasi pasar antara Rp. 1 triliun hingga kurang dari Rp. 5 triliun, dan masuk ke dalam kelompok *small cap* apabila memiliki nilai kapitalisasi pasar kurang dari Rp. 1 triliun. Pada Tabel 4.2. berikut ini dapat dilihat pengelompokan kapitalisasi pasar saham perusahaan-perusahaan sampel di Bursa Efek Jakarta.

Tabel 4.2.

Kapitalisasi Pasar Saham Perusahaan-Perusahaan Sampel

Kelompok	Jumlah	Prosentase
<i>Big Cap</i>	11	28,205%
<i>Mid Cap</i>	16	41,026%
<i>Small Cap</i>	12	30,769%
Jumlah	39	100%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.2. dapat dilihat bahwa sebanyak 12 perusahaan masuk ke dalam kategori *small cap*, 16 perusahaan masuk ke dalam kategori *mid cap* dan sisanya sebanyak 11 perusahaan masuk ke dalam kategori *big cap*. Nilai kapitalisasi pasar total dari perusahaan yang menjadi sampel adalah senilai Rp. 237,664 trilyun atau 51,625% dari kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta secara total pada akhir tahun 2003.

Perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi pasar terbesar adalah P.T. Telekomunikasi Indonesia dengan nilai kapitalisasi pasar senilai Rp. 38,808 trilyun. atau 8,43% dari kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta secara total. Sedangkan perusahaan yang memiliki nilai kapitalisasi pasar paling kecil adalah P.T. Tambang Timah dengan nilai kapitalisasi pasar senilai Rp. 174 milyar atau 0,0378% dari kapitalisasi pasar Bursa Efek Jakarta secara total.

4.1.3. Umur Perusahaan-Perusahaan Sampel

Umur perusahaan yang menjadi sampel perlu disajikan agar dapat diketahui lama perusahaan dalam melakukan kegiatan operasinya. Pada Tabel 4.3. berikut ini disajikan ringkasan umur perusahaan-perusahaan sampel.

Tabel 4.3.

Umur Perusahaan Sampel

Kategori	Jumlah	Prosentase
Di bawah 10 tahun	2	5,128
10 hingga 25 tahun	9	23,077
25 hingga 50 tahun	23	58,974
Di atas 50 tahun	5	12,821
Jumlah Total	39	100
Rata-Rata Umur	34,717 Tahun	

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.3. di atas dapat diketahui bahwa sebagian besar perusahaan (58,974%) telah berusia antara 25 hingga 50 tahun hingga penelitian ini dilakukan, sebanyak 9 perusahaan (23,077%) telah berusia antara 10 hingga 25 tahun, sebanyak 5 perusahaan (12,821%) telah berusia di atas 5 tahun dan sisanya yaitu 2 perusahaan (5,128%) berusia di bawah 10 tahun.

Rata-rata umur perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian adalah 34,717 tahun atau 34 tahun 9 bulan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan sampel merupakan perusahaan yang telah beroperasi dalam jangka waktu yang lama di Indonesia. Perusahaan yang berumur paling tua adalah P.T. Telekomunikasi Indonesia yang telah berdiri sejak jaman penjajahan Belanda dengan nama Post en Telegraafdienst, sementara itu perusahaan yang paling muda adalah P.T. Limas Stockhomindo.

4.2 Statistika Deskriptif Variabel-Variabel Yang Digunakan

Statistika deskriptif variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini seperti variabel kepemilikan manajerial, *Investment Opportunity Sets (IOS)*, ROA,

DER dan DPR akan dibahas pada bagian ini. Pada Tabel 4.4. berikut ini dapat dilihat ringkasan statistika deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini.

Tabel 4.4.

Statistika Deskriptif Variabel Yang Digunakan

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standard
Kepemilikan	39	29%	99%	67,75%	0,16244
IOS	39	0,01	8,04	1,6874	1,54332
ROA	39	-20%	41%	7,83%	0,10270
DER	39	0,01	6,51	0,8024	1,21647
DPR	39	0	75%	23,03%	0,22497

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

4.2.1. Statistika Deskriptif Variabel Kepemilikan Manajerial

Berdasarkan Tabel 4.4. di atas dapat diketahui bahwa rata-rata variabel kepemilikan manajerial adalah sebesar 67,75% yang menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel penelitian memiliki kepemilikan manajerial sebesar 67,75%. Hal ini memiliki arti bahwa pemegang saham terbesar dalam perusahaan merupakan pemegang saham pengendali perusahaan. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial terbesar adalah P.T. Bank Negara Indonesia yang sebanyak 99,17% sahamnya dikuasai oleh pemerintah sebagai pemegang saham pengendali. Sementara itu perusahaan dengan prosentase kepemilikan manajerial terkecil adalah P.T. Jakarta International Hotel and Development dengan kepemilikan manajerial sebesar 28,76%.

4.2.2. Statistika Deskriptif Variabel IOS

Nilai rata-rata variabel IOS adalah sebesar 1,6874 yang memiliki arti bahwa secara umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini memiliki rasio MVE/BVE sebesar 1,6874. Makin besar rasio ini menunjukkan bahwa nilai pasar dari modal adalah makin tinggi dibandingkan nilai buku dari modal. J.A. Saputro (2002) dalam penelitiannya menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi.

Hal yang sama juga ditemukan oleh Elluomi dan Gueyie (2001). Berdasarkan hal tersebut maka dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan sampel secara umum memiliki peluang pertumbuhan yang relatif tinggi. Perusahaan yang memiliki nilai IOS paling rendah adalah P.T. Limas Stockhomindo dengan nilai IOS sebesar 0,014 sedangkan perusahaan dengan nilai IOS terbesar adalah P.T. Unilever Indonesia dengan nilai IOS sebesar 8,04. Hal ini tidaklah mengherankan karena P.T. Unilever Indonesia merupakan perusahaan yang produk-produknya merajai pasar produk *toiletteries* di Indonesia dengan pangsa pasar sangat besar.

4.2.3. Statistika Deskriptif Variabel ROA

Nilai rata-rata variabel ROA adalah senilai 7,83%. Hal ini menunjukkan bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sampel membukukan keuntungan senilai 7,83% dari asetnya. Hal ini dapat terjadi karena selama periode penelitian, perusahaan-perusahaan telah mampu memperbaiki kinerjanya di masa krisis dan

mampu membukukan keuntungan. Meskipun demikian terdapat perusahaan yang masih membukukan kerugian. Perusahaan yang membukukan nilai ROA negatif terbesar adalah P.T. Indo Farma, dengan nilai ROA sebesar -20,37%, sedangkan perusahaan dengan nilai ROA terbesar adalah P.T. Bimantara Citra dengan nilai ROA sebesar 40,79%.

4.2.4. Statistika Deskriptif Variabel DER

Nilai rata-rata variabel DER adalah sebesar 0,8024 yang artinya adalah secara umum perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel memiliki nilai hutang sebesar 0,8024 kali nilai modalnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan sampel tidak terlalu dibiayai oleh hutang dalam menjalankan kegiatan operasinya. Perusahaan yang memiliki nilai DER paling kecil adalah P.T. Limas Stockhomindo dengan nilai DER sebesar 0,01 sedangkan perusahaan dengan nilai DER terbesar adalah P.T. Gajah Tunggal dengan nilai DER sebesar 6,51.

4.2.5. Statistika Deskriptif Variabel DPR

Nilai rata-rata variabel DPR adalah sebesar 23,03% yang memiliki arti bahwa secara umum perusahaan-perusahaan sampel membagikan 23,03% laba yang diperolehnya kepada para pemegang saham dalam bentuk deviden. Nilai minimum variabel ini adalah 0 yang artinya terdapat perusahaan yang tidak membagikan deviden. Perusahaan yang tidak membagikan deviden adalah sebanyak 13 perusahaan. Nilai variabel DPR tertinggi adalah sebesar 75% yang terjadi pada P.T. H.M. Sampoerna.

4.3. Analisis Data

4.3.1. Pengujian Asumsi Klasik

Suatu model dinyatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat *best linear unbiased estimator* (Gujarati, 1997). Di samping itu suatu model dikatakan cukup baik dan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi ekonometrik yang melandasinya.

Uji asumsi klasik dilakukan untuk mengetahui kondisi data yang ada agar dapat menentukan model analisis yang paling tepat digunakan. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari uji Kolmogorov Smirnov untuk menguji normalitas data secara statistik, uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji Glejser dan uji multikolinearitas dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF) serta uji otokorelasi dengan menggunakan Durbin Watson statistik.

4.3.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai Z. Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai Z statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai Z hitung $>$ Z tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan

1%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov Z statistik. Pada Tabel 4.5. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

Tabel 4.5.

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Probabilitas
KEPEMILIKAN	0,725	0,669
IOS	1,426	0,034
ROA	0,920	0,365
DER	1,607	0,011
DPR	1,126	0,158

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Keterangan : Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan tingkat signifikansi 1%

Kesimpulan : Semua variabel terdistribusi normal

Dari Tabel 4.5. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai Z dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 1% yang artinya bahwa nilai Z tidak signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

4.3.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas berarti varians variabel dalam model tidak sama (konstan). Konsekuensi adanya heteroskedastisitas dalam model regresi adalah penaksir (*estimator*) yang diperoleh menjadi tidak efisien, baik dalam sampel kecil

maupun sampel besar meskipun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Hal ini disebabkan variansnya yang tidak minimum atau dengan kata lain tidak efisien.

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan pada tingkat signifikansi 5% maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Hasil uji Glejser dapat dilihat pada Tabel 4.6. berikut ini

Tabel 4.6.

Hasil Uji Glejser

Keterangan	t statistik	Signifikansi
KEPEMILIKAN	-1,405	0,169
IOS	1,073	0,291
ROS	-1,260	0,216
DER	-1,665	0,105

Keterangan : Variabel terikat adalah *absolute error*

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.6. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

4.3.1.3. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat inter korelasi yang sempurna diantara beberapa variabel bebas yang digunakan dalam model. Apabila terjadi gejala multikolinieritas, maka bisa mengakibatkan hal-hal sebagai berikut (Algifari, 1997):

1. Nilai koefisien regresi menjadi kurang dapat dipercaya.
2. Kesulitan dalam memisahkan pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel tergantung.

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinieritas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Algifari, 1997). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 4.7. berikut ini.

Tabel 4.7.

Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Tolerance	VIF
KEPEMILIKAN	0,947	1,056
IOS	0,753	1,329
ROS	0,775	1,290
DER	0,944	1,059
Condition Index : 11,922		

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Dari Tabel 4.7. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

4.3.1.4. Uji Otokorelasi

Otokorelasi menunjukkan adanya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Konsekuensi dari adanya otokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu. Hasil uji otokorelasi dengan uji Durbin Watson dapat dilihat pada Tabel 4.8. berikut ini.

Tabel 4.8.

Hasil Uji Durbin Watson

Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
2,105	Tidak ada otokorelasi

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.8. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada otokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

4.3.2. Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan kaidah dalam melakukan analisis regresi berganda sebagaimana dinyatakan oleh Gujarati (1995), bahwa suatu persamaan regresi harus memiliki data yang terdistribusi normal, bebas heteroskedastisitas, dan bebas multikolinieritas serta bebas otokorelasi agar diperoleh persamaan regresi yang baik dan tidak bias. Dari hasil uji normalitas data yang telah dilakukan maka diketahui bahwa data yang digunakan dalam persamaan regresi ini terdistribusi secara normal, bebas heteroskedastisitas, dan tidak terdapat multikolinieritas serta tidak terdapat otokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda dengan baik.

Penelitian ini menggunakan angka-angka dalam *unstandardized coefficient* sebagai persamaan regresi bukan *standardized coefficient*. Hair *et al.* (1998, p. 125) menyatakan bahwa *unstandardized coefficient* digunakan untuk menghitung

nilai prediksi dari setiap observasi dan untuk menunjukkan nilai variabel terikat yang diperkirakan bagi setiap perubahan dalam setiap variabel bebas.

Sementara itu *standardized coefficient* memperlihatkan dampak relatif dan menunjukkan variabel yang paling berpengaruh (Hair *et al.*, 1998, p. 125), hal senada juga diungkapkan oleh Sekaran (1992 : 300) yang menyatakan bahwa *standardized coefficient* dipergunakan untuk melihat variabel bebas mana yang memiliki pengaruh paling dominan.

Hair *et al.* (1998, p. 125) juga menyatakan bahwa ada tiga hal yang perlu diperhatikan dalam penggunaan *standardized coefficient* yaitu :

1. Bahwa penggunaan *standardized coefficient* harus dilihat sebagai panduan untuk melihat tingkat kepentingan relatif dari variabel bebas ketika kolinieritas adalah minimal.
2. Nilai beta (*standardized coefficient*) harus diinterpretasikan hanya dalam konteks variabel-variabel dalam persamaan regresi.
3. Kisaran nilai mempengaruhi nilai beta.

Hair *et al.* (1998, p. 126) menyimpulkan bahwa penggunaan beta (*standardized coefficient*) hanya sebagai panduan untuk melihat tingkat kepentingan relatif dari variabel bebas yang termasuk dalam persamaan regresi dan hanya pada kisaran nilai data yang dipergunakan. Sehingga *standardized coefficient* digunakan hanya untuk melihat variabel bebas mana yang memiliki pengaruh paling dominan terhadap variabel terikat, sedangkan persamaan regresi dibentuk dengan menggunakan *unstandardized coefficient*. Baik *unstandardized*

coefficient maupun *standardized coefficient* akan ditampilkan pada setiap pembahasan hasil analisis regresi dalam penelitian ini.

Untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel 4.9. sebagai berikut:

Tabel 4.9.
Hasil Analisis Regresi Berganda

Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	0,227	1,417	0,166
KEPEMILIKAN	-0,0904	-0,415	0,681
IOS	0,05385	2,092**	0,044
ROA	0,04860	0,128	0,899
DER	-0,0371	-1,273	0,212
Nilai F : 2,154*	R ² : 0,202		

Keterangan :

Variabel terikat adalah DPR

* signifikan pada tingkat signifikansi 10%

** signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan www.jsx.co.id, diolah.

Berdasarkan Tabel 4.9. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 0,227 - 0,0904\text{KEPEMILIKAN} + 0,05385\text{IOS} + 0,0486\text{ROA} - 0,0371\text{DER} + e$$

Penjelasan mengenai analisis pengaruh dari masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan di bagian selanjutnya.

4.3.2.1. Pengujian Hipotesis 1

Berdasarkan hasil analisis regresi berganda yang dilakukan dengan bantuan program statistik SPSS versi 11. diketahui bahwa variabel bebas Kepemilikan Manajerial (KEPEMILIKAN) memiliki koefisien regresi bertanda negatif sebesar 0,09604. Koefisien regresi ini memiliki nilai t hitung sebesar 0,415 yang lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 38 pada tingkat signifikansi 10% sebesar 1,645. berdasarkan hal tersebut maka hipotesis 1 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima.

Temuan ini cukup mengejutkan karena secara umum, temuan penelitian-penelitian terdahulu yang pernah dilakukan baik di luar negeri maupun di Indonesia seperti penelitian Jensen *et al.* (1992), Chen dan Steiner (1999), Syukriy Abdullah (2001) dan P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian tersebut dapat terjadi karena sampel yang digunakan dalam penelitian-penelitian tersebut terutama yang dilakukan di Indonesia adalah penelitian tersebut tidak menggunakan sampel yang dapat mewakili seluruh emiten yang ada di Bursa Efek Jakarta (misal penelitian Syukriy Abdullah (2001) yang menggunakan emiten tanpa melihat bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta atau tidak, sementara itu sampel penelitian P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto

Hartono (2002) hanya terfokus pada perusahaan sektor manufaktur saja. Dan beberapa dari penelitian tersebut mengabaikan normalitas data.

Meskipun demikian, tanda pada koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan dan secara umum konsisten dengan penelitian sebelumnya. Tidak signifikannya variabel kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dalam penelitian ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang digunakan sebagai sampel merupakan perusahaan yang sebagian besar sahamnya (lebih dari 50%) dikuasai oleh pemegang saham pengendali. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan-perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah sebesar 67,75%.

4.3.2.2. Pengujian Hipotesis 2

Koefisien regresi variabel IOS adalah bertanda positif sebesar 0,05385 dengan nilai t hitung sebesar 2,092. Nilai t hitung variabel IOS ini lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 38 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Namun tanda pada koefisien regresi IOS ini tidak seperti yang diharapkan meskipun memiliki pengaruh yang signifikan sehingga hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima.

Dalam penelitian ini IOS ditemukan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini konsisten dengan temuan penelitian P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002). P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) berargumentasi bahwa berpengaruh

positif dan signifikannya IOS terhadap DPR menunjukkan bahwa *free cash flow hypothesis* lebih berlaku dan tidak mendukung *signalling hypothesis*. *Free cash flow hypothesis* berargumentasi bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan deviden yang rendah karena sebagian besar *retained earning* digunakan untuk investasi. Pengukuran deviden yang hanya menggunakan proporsi deviden dari pihak pemegang saham *outsider* mampu mendukung hipotesis bahwa dalam situasi terdapat *managerial ownership* maka *free cash flow hypothesis* mampu menjelaskan fenomena kebijakan deviden.

Alasan lain ditemukannya pengaruh IOS terhadap DPR yang positif dan signifikan dalam penelitian ini adalah bahwa sebagian besar perusahaan sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan yang telah cukup lama beroperasi dan menjalankan bisnisnya, umur rata-rata perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah 34,7 tahun. Secara umum perusahaan pada umur tersebut sudah dapat dikategorikan sebagai perusahaan yang mapan dan berada dalam tahap dewasa (*maturity*) sehingga kegiatannya lebih terfokus pada upaya menghasilkan keuntungan dan membagikannya kepada para pemegang sahamnya. Dan perusahaan pada tahap *maturity* ini telah memiliki banyak cadangan laba untuk diinvestasikan kembali tanpa harus mengurangi proporsi deviden bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*).

4.3.2.3. Pengujian Hipotesis 3

Koefisien regresi ROA memiliki tanda positif sebesar 0,0486 dengan nilai t hitung sebesar 0,128. Nilai t hitung ini lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 38 pada tingkat signifikansi 10% sebesar 1,645. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis 3 yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima.

Temuan ini berbeda dengan hasil penelitian Wahidahwati (2002) yang menemukan bahwa ROA berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Meskipun demikian tanda pada koefisien regresi ROA adalah positif sebagaimana yang diharapkan dan konsisten dengan penelitian Wahidahwati (2002). ROA tidak signifikan mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* karena ternyata makin meningkat ROA belum tentu akan menyebabkan makin tingginya DPR.

Sebagaimana telah diulas sebelumnya bahwa secara umum perusahaan sampel dalam penelitian ini telah beroperasi dalam kurun waktu yang lama dan berada tahap *maturity*. Perusahaan-perusahaan ini telah memiliki banyak cadangan laba yang dapat digunakan baik untuk diinvestasikan kembali maupun dibagikan dalam bentuk deviden tanpa harus merubah proporsi deviden bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali (*managerial shareholder*) dan tanpa tergantung pada besarnya ROA yang diperoleh perusahaan.

4.3.2.4. Pengujian Hipotesis 4

Koefisien regresi DER adalah bertanda negatif sebesar 0,0371 dengan nilai t hitung sebesar 1,273. Nilai t hitung ini lebih kecil apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 38 pada tingkat signifikansi 10% sebesar 1,645. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis 4 yang menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima.

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR, serta tanda pada koefisien regresi DER terhadap DPR adalah negatif. Hal ini dapat terjadi karena sebagian besar sampel dalam penelitian ini ternyata memiliki nilai DER yang rendah dan cenderung memiliki DPR yang tinggi. Perusahaan sampel dalam penelitian ini tidak menitik beratkan kegiatan usahanya dengan menggunakan pendanaan melalui hutang, ini dapat dilihat dari rata-rata rasio DER yang rendah bahkan kurang dari 1 (lihat Tabel 4.7.).

Temuan penelitian ini tidak mendukung pernyataan Emery dan Finerty (1997) dalam Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2003) yang menyatakan bahwa pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan deviden adalah positif, di mana perusahaan yang membagikan deviden dalam jumlah besar akan membiayai investasinya dengan tambahan dana melalui hutang.

Dalam penelitian ini hal yang ditemukan justru sebaliknya di mana tanda pada koefisien regresi DER terhadap DPR adalah negatif yang memberikan indikasi bahwa makin tinggi DER maka makin rendah DPR. Makin besar hutang akan menyebabkan bunga yang ditanggung perusahaan makin tinggi dan hal ini

tentu akan mengurangi tingkat keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang sahamnya.

4.3.2.5. Pengujian Hipotesis 5

Persamaan regresi memiliki nilai F hitung sebesar 2,154 yang lebih besar daripada F tabel dengan derajat bebas (4 : 34) pada tingkat signifikansi 10% sebesar 2,118. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Berdasarkan hal tersebut H5 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, *Investment Opportunity Set* (IOS), ROA, *Debt to Equity Ratio* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*, diterima. Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat.

Sementara itu kemampuan persamaan regresi ini untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat dapat dilihat dari nilai koefisien determinasinya (R^2). Nilai koefisien determinasi persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebesar 0,202 yang memiliki arti bahwa kemampuan persamaan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 20,2%, sementara 79,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini akan disajikan kesimpulan dan saran atas analisis data yang telah dilakukan.

5.1. Kesimpulan

Berikut ini adalah kesimpulan dari penelitian ini :

1. Variabel kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Meskipun demikian, tanda negatif pada koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan dan secara umum konsisten dengan penelitian sebelumnya.
2. Variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengaruh variabel IOS ini tidak seperti yang diharapkan, secara teori IOS seharusnya berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.
3. Variabel ROA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Meskipun demikian tanda koefisien pengaruh variabel ROA terhadap *Dividend Payout Ratio* adalah positif sebagai mana yang diharapkan dan secara umum konsisten dengan penelitian sebelumnya.

4. Variabel *Debt to Equity Ratio* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Lebih lanjut ditemukan bahwa tanda koefisien regresi pada variabel DER ini adalah negatif yang tidak sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini dapat terjadi karena sebagian besar sampel dalam penelitian ini ternyata memiliki nilai DER yang rendah dan cenderung memiliki DPR yang tinggi. Perusahaan sampel dalam penelitian ini tidak menitik beratkan kegiatan usahanya dengan menggunakan pendanaan melalui hutang, ini dapat dilihat dari rata-rata rasio DER yang rendah bahkan kurang dari 1.
5. Variabel kepemilikan manajerial, *Investment Opportunity Set (IOS)*, ROA, *Debt to Equity Ratio* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Lebih lanjut ditemukan bahwa nilai koefisien determinasi persamaan regresi dalam penelitian ini adalah sebesar 0,202 yang memiliki arti bahwa kemampuan persamaan regresi untuk menjelaskan besarnya variasi yang terjadi dalam variabel terikat adalah sebesar 20,2%, sementara 79,8% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dipergunakan dalam persamaan regresi ini.

5.2. Saran

Adapun saran-saran yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta harus memperhatikan *Investment Opportunity Set Investment Opportunity Set (IOS)* yang diukur dari MVE/BVE karena mampu mempengaruhi besarnya DPR. Sementara itu

perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tidak perlu memperhatikan variabel-variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR seperti kepemilikan manajerial, ROA dan DER.

2. Investor dalam melakukan investasi di Bursa Efek Jakarta dengan tujuan memperoleh deviden harus memperhatikan *Investment Opportunity Set* (*Investment Opportunity Set* (IOS) yang diukur dari MVE/BVE. Investor dapat melakukan investasi pada saham-saham perusahaan yang memiliki nilai MVE/BVE tinggi karena akan membagikan deviden yang lebih besar dari laba yang diperolehnya. Investor tidak perlu mempertimbangkan kepemilikan manajerial, ROA dan DER karena tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR.
3. Peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang yang sama disarankan untuk menggunakan proksi IOS yang lebih luas lagi, meskipun proksi IOS dalam penelitian ini merupakan proksi yang telah diterima secara luas oleh peneliti. Penelitian mendatang juga dipandang perlu menggunakan umur perusahaan sebagai *moderating variabel* karena temuan dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa umur perusahaan dapat membedakan besaran DPR dan IOS.
4. Penelitian ini memiliki keterbatasan dari sisi sampel yang diambil di mana sampel yang diambil masih termasuk perusahaan yang memiliki nilai DPR sebesar 0 karena tidak membagikan deviden oleh sebab itu penelitian mendatang tidak perlu menggunakan perusahaan yang tidak membagi deviden sebagai sampel penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, Cahit (2000), "Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market," *Emerging Markets Review*, Vol. 1.
- Adhi A.W. (2002), "Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta," *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari BEJ", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 878-906.
- Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal dengan Indeks Tunggal Di BEJ," *Kelola*, No 17, Juli.
- Ali Sani Uyara dan Askam Tuasikal (2002), "Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficient", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 16-26.
- Algifari (2000), *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta.
- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey dan Roni Michaely (2003), "Payout Policy in the 21st Century," *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA.
- Chen, R. Carl dan T. Steiner (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflict : a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, p. 119-137.
- Clara E.S. (2001), "Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta : Studi Kasus Industri Tekstil dan Garment", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Claire E. Crutchley dan Robert S. Hansen (1989), "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, Winter.

- Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003), "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi", *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*, p. 214-226.
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyie (2001), "CEO Compensation, IOS and the Role of Corporate Governance," *Corporate Governance*, Vol. 1 No. 2, p. 23-33.
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan", *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*, 260-276.
- Gaver, J.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 & Economics*, Vol. 1, p. 233-265.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hair, Joseph F, Ralph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black (1998), *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Heaton, J.B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, Summer 2003, p. 33-45.
- Imam Ghozali (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham", *Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia*, p. 820-845.

- J.A. Saputro (2002), "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya dengan Realisasi Pertumbuhan", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 192-212.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg dan T.S. Sorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 247-263.
- Jogiyanto Hartono (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM: Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono (1999), "An Agency Cost Explanation for Dividend Payments", *working Paper*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Kallapur, Sanjay dan M.A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business and Accounting*, Vol. 26, April/Amy, p. 505-519.
- Miller, M. dan K. Rock (1985), "Dividend Policy Policy Under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, p. 1031-1052.
- P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Putu A.M. dan Jogiyanto Hartono (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen," *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Robbert Ang. (1997), *Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia. Jakarta.
- Rozeff, M.S. (1982), "Growth, Beta dan Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal Financial Research*, p. 249-259.
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*; 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Smith, C.W. dan R.L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Jornal of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-221.

- Syahib Natarsyah. (2000), "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, 294 – 312.
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 278-293.
- Wahidahwati (2002), "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, p. 1-16.
- Wahidahwati (2002), "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 601-625.
- Yogo Purnomo (1998), "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992-1996)", *Usahawan*, No. 12 Th. XXVII.