

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN PADA
PERUSAHAAN YANG GO PUBLIC
DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1999-2000**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

oleh :

**IRA PARAMITHA RAHAYU
NIM. C4A001059**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2003**

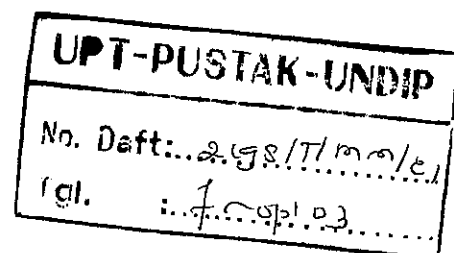
UPT - PUSTAKA - UNDIP



Sertifikasi

Saya, Ira Paramitha Rahayu, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Ira Paramitha Rahayu
15 Maret 2003



PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN PADA
PERUSAHAAN YANG GO PUBLIC
DI BURSA EFEK JAKARTA
PERIODE 1999-2000**

yang disusun oleh Ira Paramitha Rahayu, NIM C4A001059
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 19 Maret 2003
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt

Pembimbing Anggota



Dra. Irene Rini D.P., ME

Semarang, 19 Maret 2003
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This research is carried out to analyze the influential factors toward the dividend payout ratio for various companies which did go public in Jakarta Stock Exchange from 1999 up to 2000.

The dividend payout ratio is regarded to be the dependent variable, whereas the insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership, firm growth and firm size are appointed to be the independent one. The data pooling is used in this research. The sample is selected from the available population, definitely, they are the companies listed in Jakarta Stock Exchange from 1999 up to 2000 by applying purposive sampling procedure. Based on this procedure, it is found that 17 companies deserve to be the appropriate samples. Meanwhile, the analysis technique used is multiple regression technique which is suitable to analyze the influence of independent variable toward the dependent one, whether it is carried out partially as well as simultaneously.

The partial test result show that insider ownership, institutional ownership and firm growth obviously gives influence toward the dividend payout ratio. The simultaneous test result show that insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership, firm growth and firm size joint together and influence the dividend payout ratio. As a result, the determination coefficient is 0,303. It means that 30,3% change of the dividend payout ratio can be explained by the independent variable used in research.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang go public di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1999 hingga 2000.

Rasio pembayaran dividen dijadikan variabel dependen, sedangkan *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan dijadikan variabel independen. Pooling data digunakan dalam penelitian ini. Sampel dipilih dari populasi yang ada yakni perusahaan yang terdaftar di BEJ tahun 1999 sampai 2000, dengan menggunakan prosedur *purposive sampling*. Didapatkan 17 perusahaan sebagai sampel penelitian. Teknik analisis yang digunakan yakni teknik regresi berganda untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen baik secara parsial maupun simultan.

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa *insider ownership*, *institutional ownership* dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil pengujian secara simultan menunjukkan bahwa *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Koefisien determinasi didapatkan sebesar 0,303 artinya 30,3% perubahan rasio pembayaran dividen dapat dijelaskan oleh variabel independen yang digunakan dalam penelitian.

KATA PENGANTAR

Assalamu 'alaikum Wr. Wb.

Puji Syukur saya panjatkan kehadirat Allah SWT karena hanya dengan rahmat-Nya maka tesis dengan judul **“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Jakarta Periode 1999-2000”** dapat diselesaikan.

Pada kesempatan ini saya ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo selaku Direktur Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Dr. H. Imam Ghozali, M.Com, Akt selaku pembimbing utama yang telah meluangkan waktunya untuk memberikan kritik dan saran pada tesis ini.
3. Dra. Irene Rini D.P., ME selaku pembimbing anggota yang telah banyak meluangkan waktunya untuk memberikan kritik dan saran pada tesis ini.
4. Dr. Indah Susilowati, atas bantuannya dalam penggunaan paket komputer SHAZAM.
5. Keluarga atas semua dorongan dan doanya selama ini.
6. Yunita Pradiptasari A, ST. atas kerjasamanya selama ini.
7. Pengelola, staf pengajar, staf administrasi serta karyawan program Magister Manajemen UNDIP dan semua pihak yang telah membantu yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Wassalam

Ira Paramitha Rahayu

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Sertifikasi	ii
Halaman Pengesahan Tesis	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Isi	vii
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar	xi
Daftar Lampiran	xii
Daftar Rumus	xiii
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat Penelitian	8
 BAB II TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
2.1 Teori Keagenan	9
2.2 Kebijakan Dividen	12
2.3 Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap Rasio Pembayaran Dividen	15
2.4 Pengaruh <i>Shareholder Dispersion</i> Terhadap Rasio Pembayaran Dividen	16

2.5	Pengaruh <i>Institutional Ownership</i> Terhadap Rasio Pembayaran Dividen	18
2.6	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Rasio Pembayaran Dividen	19
2.7	Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Rasio Pembayaran Dividen	20
2.8	Penelitian Terdahulu	20
 BAB III METODE PENELITIAN		
3.1	Jenis dan Sumber Data	25
3.2	Populasi dan Sampel serta Teknik Pengambilan Sampel	25
3.3	Definisi Operasional Variabel	26
3.3.1	Variabel Dependen	26
3.3.2	Variabel Independen	26
3.4	Metode Pengumpulan Data	28
3.5	Teknik Analisis	29
3.5.1	Pengujian Asumsi Klasik	29
3.5.2	Pengujian Hipotesis	32
 BAB IV ANALISIS DATA		
4.1	Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif	36
4.1.1	Gambaran Obyek Penelitian	36
4.1.2	Data Deskriptif	39
4.2	Proses dan Hasil Analisis	40
4.2.1	Uji Asumsi Klasik	40
4.2.1.1	Normalitas	40
4.2.1.2	Multikolinearitas	42

4.2.1.3 Heteroskedastisitas	43
4.2.1.4 Autokorelasi	45
4.2.2 Analisis Regresi Linier Berganda	45
4.3 Pengujian Hipotesis	46
4.3.1 Pengujian Hipotesis Pertama	46
4.3.2 Pengujian Hipotesis Kedua	49
4.3.3 Pengujian Hipotesis Ketiga	50
4.3.4 Pengujian Hipotesis Keempat	50
4.3.5 Pengujian Hipotesis Kelima	51
4.3.6 Pengujian Hipotesis Keenam	52
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	
5.1 Kesimpulan	54
5.2 Implikasi Kebijakan	56
5.3 Keterbatasan Penelitian	57
5.4 Agenda Penelitian Mendatang	57
DAFTAR PUSTAKA	58
LAMPIRAN	

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Rasio Pembayaran Dividen Perusahaan yang Terdaftar di BEJ pada tahun 1999-2000	5
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu Faktor-faktor yang mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen	21
Tabel 3.1 Durbin-Watson Test	32
Tabel 4.1 Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian	36
Tabel 4.2 Keadaan Sampel Penelitian	38
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Sampel Penelitian	39
Tabel 4.4 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov	41
Tabel 4.5 Koefisien Korelasi Variabel Independen	42
Tabel 4.6 Nilai TOL dan VIF dari Variabel Independen	43
Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Berganda	46

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen	24
Gambar 4.1 Grafik Uji Normalitas	41
Gambar 4.2 Grafik Uji Heteroskedastisitas	44
Gambar 4.3 Hubungan Parabolik antara <i>Insider Ownership</i> dengan Rasio Pembayaran dividen	47

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Data Perusahaan pada Tahun 1999
- Lampiran 2 Data Perusahaan pada Tahun 2000
- Lampiran 3 Statistik Deskriptif Sampel Penelitian dan Hasil Uji Kolmogorov Smirnov
- Lampiran 4 Nilai TOL dan VIF dari Variabel Independen; Hasil Analisis Regresi Berganda; Hasil Durbin-Watson Test
- Lampiran 5 Koefisien Korelasi Variabel Independen
- Lampiran 6 Hasil Uji Glejser
- Lampiran 7 Hasil Pengujian dengan Paket Komputer SHAZAM

DAFTAR RUMUS

		Halaman
Rumus 1	Perhitungan Rasio Pembayaran Dividen	26
Rumus 2	Perhitungan <i>Insider Ownership</i>	27
Rumus 3	Perhitungan <i>Shareholder Dispersion</i>	27
Rumus 4	Perhitungan <i>Institutional Ownership</i>	28
Rumus 5	Perhitungan Pertumbuhan Perusahaan	28
Rumus 6	Perhitungan Ukuran Perusahaan	28
Rumus 7	Persamaan Model Analisis Penelitian	29
Rumus 8	Perhitungan t_{hitung}	33
Rumus 9	Pehitungan F_{hitung}	34
Rumus 10	Persamaan Regresi Residual	44
Rumus 11	Persamaan Regresi Linier Berganda	46

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Permasalahan penting yang selalu dihadapi oleh suatu perusahaan adalah keputusan investasi, keputusan struktur modal dan kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan hal yang penting karena bukan hanya menyangkut kepentingan perusahaan namun juga menyangkut kepentingan pemegang saham. Dalam kebijakan dividen ini diambil keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Beberapa faktor harus dipertimbangkan dengan memperhatikan kepentingan perusahaan dan pemegang saham agar kebijakan dividen yang optimal dapat dicapai. Dalam praktiknya, kebijakan dividen setiap perusahaan berbeda-beda, hal ini terjadi karena faktor prioritas yang dipertimbangkan di setiap perusahaan berbeda.

Masalah keagenan merupakan salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam menetapkan kebijakan dividen, karena dividen yang diukur dengan rasio pembayaran dividen dapat dijadikan alat untuk mengurangi masalah keagenan (Rozef, 1982 dalam Moh'd *et al.*, 1995). Masalah keagenan berpotensi muncul pada suatu perusahaan saat ini karena pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer profesional. Ketidakmampuan pemegang saham suatu perusahaan karena

keterbatasannya untuk mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan kompleks, makin terbarnya pemegang saham dan pemegang saham yang membentuk portofolio, menyebabkan para pemegang saham mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada manajer profesional (Crutchley dan Hansen, 1989). Salah satu tujuan utama yang harus dicapai sebuah perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, dengan demikian manajer profesional yang ditunjuk oleh pemegang saham tersebut diharapkan dapat mengambil keputusan terbaik yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran pemegang saham dapat dicapai.

Kenyataannya, penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989). Di satu sisi pemegang saham menginginkan manajer mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan pemegang saham, namun di sisi lain manajer juga menginginkan kemakmuran untuk diri mereka sendiri. Manajer cenderung mengambil keputusan yang menguntungkan bagi manajer sendiri dan menggunakan asset perusahaan secara berlebihan untuk kepentingannya sendiri (Crutchley dan Hansen, 1989 ; Ang *et al.*, 2000), manajer enggan untuk mengambil keputusan yang lebih beresiko sehingga dapat mengurangi resiko pribadi (Crutchley dan Hansen, 1989) ataupun meningkatkan besarnya gaji manajer (Porta *et al.*, 2000). Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan timbulnya masalah keagenan.

Masalah keagenan, dipengaruhi oleh beberapa faktor yakni tingkat *insider ownership*, tingkat *shareholder dispersion* (Dempsey dan Laber, 1992 ; Moh'd *et al.*, 1995 ; Holder *et al.*, 1998) dan tingkat *institutional ownership* (Moh'd *et al.*, 1995). *Insider ownership* yakni pemilik perusahaan/pemegang saham yang sekaligus pengelola perusahaan. Tingkat *insider ownership* yang makin rendah, artinya semakin sedikit pemegang saham yang mengelola perusahaan, selain menyebabkan kesulitan dalam melakukan kontrol terhadap perusahaan juga menyebabkan meningkatnya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga dapat menimbulkan masalah keagenan (Moh'd *et al.*, 1995). *Shareholder dispersion* adalah penyebaran kepemilikan saham, Holder *et al.* (1998) menyatakan bahwa masalah keagenan dapat timbul pada perusahaan dengan kepemilikan saham yang tersebar. Hal ini dikarenakan kepemilikan saham yang menyebar menyebabkan pemegang saham akan sulit untuk melakukan pengawasan terhadap pengelolaan perusahaan. *Institutional ownership* adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh suatu institusi (Moh'd *et al.*, 1995) dan pihak institusi ini berperan penting dalam memonitor aktivitas manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Berdasarkan teori keagenan, biaya keagenan yang timbul akibat adanya masalah keagenan menurut Rozef (1982) dalam Moh'd *et al.* (1995) dapat dikurangi dengan mekanisme pembayaran dividen. Menurut Moh'd *et al.* (1995) dividen berfungsi sebagai bentuk pembagian keuntungan perusahaan, oleh karena itu dengan pembayaran dividen maka pemegang saham melihat bahwa manajer telah melakukan tindakan yang mereka inginkan sehingga dapat mengurangi konflik.

Peningkatan pembayaran dividen, walaupun dapat mengurangi biaya keagenan namun di sisi lain akan menimbulkan biaya transaksi. Pembayaran dividen yang besar untuk menurunkan masalah keagenan ini menyebabkan perusahaan harus mendapatkan tambahan dana untuk memenuhi kebutuhan investasi. Keadaan ini mendorong perusahaan untuk mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal untuk membiayai investasinya. Usaha untuk mendapatkan dana tambahan dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi (Moh'd *et al.*, 1995). Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi biaya transaksi (Dampsey dan Laber, 1992 ; Moh'd *et al.*, 1995 ; Holder *et al.*, 1998). Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi ditandai dengan banyaknya kesempatan investasi (Alli *et al.*, 1993), sehingga perusahaan membutuhkan pendanaan yang besar untuk membiayai berbagai kesempatan investasi yang dimilikinya. Usaha untuk mendapatkan dana tambahan dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi yang tinggi. Holder *et al.* (1998) menyatakan bahwa biaya transaksi yang besar ini menyebabkan perusahaan sebaiknya mempertimbangkan kembali untuk membayar dividen dalam jumlah besar. Perusahaan akan lebih baik mengurangi jumlah pembayaran dividen untuk mengurangi biaya transaksi tersebut.

Ukuran perusahaan juga merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Moh'd *et al.*, 1995 ; Holder *et al.*, 1998). Ukuran perusahaan ini mempengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam mendapatkan dana di pasar modal sehingga mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap aliran kas internal.

Tabel 1.1. di bawah ini menyajikan perkembangan rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) pada tahun 1999-2000 yang memenuhi kriteria pada penelitian ini.

Tabel 1.1 Rasio Pembayaran Dividen Perusahaan yang Terdaftar di BEJ pada Tahun 1999-2000

Nama Perusahaan	Rasio Pembayaran Dividen	
	1999	2000
PT. Astra Agro Lestari, Tbk.	39,29	15,02
PT. Cahaya Kalbar, Tbk.	19,13	15,26
PT. Petrosea, Tbk.	12,66	28,88
PT. Gudang Garam, Tbk.	42,26	42,89
PT. Sunson Textile Manufacturer, Tbk.	28,52	19,23
PT. Lautan Luas, Tbk.	53,98	9,80
PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk.	19,63	18,11
PT. Berlina Co. Ltd.	32,83	43,95
PT. Lion Metal Works, Tbk.	19,04	16,10
PT. Kedaung Indah Can, Tbk.	59,02	39,95
PT. Metrodata Electronics, Tbk.	1,30	24,40
PT. Selamat Sempurna, Tbk.	19,95	25,08
PT. Berlian Laju Tanker, Tbk.	3,46	27,03
PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk.	32,96	22,84
PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk.	67	41
PT. Asuransi Dayin Mitra, Tbk.	49,69	29,61
PT. Asuransi Ramayana, Tbk.	25,19	41,25

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000-2002

Berdasarkan tabel tersebut di atas, dapat dilihat bahwa rasio pembayaran dividen antar perusahaan berbeda, hal ini menunjukkan bahwa setiap perusahaan memiliki pertimbangan yang berbeda dalam menentukan rasio pembayaran dividen.

Penelitian ini ingin mengkaji pengaruh faktor-faktor yang telah disebutkan di atas yakni *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEJ periode tahun 1999-2000.

1.2 Perumusan Masalah

Uraian latar belakang di atas menunjukkan bahwa dalam menetapkan kebijakan dividen, setiap perusahaan memiliki faktor prioritas yang berbeda. Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam menetapkan kebijakan dividen yakni *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan. Penelitian ini ingin mengkaji pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar Bursa Efek Jakarta periode tahun 1999-2000.

Pada penelitian ini pertanyaan penelitian yang diajukan adalah :

1. Apakah *insider ownership* berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?
2. Apakah *shareholder dispersion* berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?
3. Apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?
4. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?

5. Apakah ukuran perusahaan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?
6. Apakah *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen ?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah

1. Menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap rasio pembayaran dividen.
2. Menganalisis pengaruh *shareholder dispersion* terhadap rasio pembayaran dividen.
3. Menganalisis pengaruh *institutional ownership* terhadap rasio pembayaran dividen.
4. Menganalisis pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen.
5. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen.
6. Menganalisis pengaruh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diperoleh dalam penelitian ini adalah :

1. Memberikan tambahan informasi bagi pihak manajemen perusahaan dan para investor yang berhubungan dengan masalah keagenan dan aplikasinya terhadap kebijakan dividen perusahaan.
2. Bagi perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai salah satu bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan tentang kebijakan dividen perusahaan.
3. Memberikan masukan bagi para akademisi dan praktisi manajemen keuangan sebagai tambahan informasi tentang fenomena teori keagenan dan aplikasinya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Teori Keagenan

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (*principal*), 1). Menggaji individu lain (*agen*) untuk bertindak atas nama *principal* dan 2) kemudian mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada *agen* (Brigham *et al.*, 1999). Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan keagenan ini terutama terjadi antara manajer dan pemegang saham, antara manajer dengan kreditor serta antara manajer, pemegang saham dan kreditor (Jensen dan Meckling, 1976). Selanjutnya dalam penelitian ini akan dibahas hubungan keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

Masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham berpotensi muncul ketika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, maka mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham *et al.*, 1999). Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena manajer tidak perlu menanggung resiko akibat kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika para manajer tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemilik, dan karena tidak menanggung resiko maka

pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang kurang optimal (Jensen dan Meckling, 1976).

Menurut Eisenhardt (1989), masalah keagenan muncul ketika, pertama, keinginan atau tujuan antara *principal* dengan agen berbeda dan sulit bagi *principal* untuk memeriksa apa yang sebenarnya telah dilakukan oleh agen. Kedua, antara *principal* dengan agen memiliki perbedaan sikap mengenai resiko, hal ini mengakibatkan mereka melakukan tindakan yang berbeda karena perbedaan persepsi mengenai resiko. Sebagai contoh, manajer memanfaatkan tunjangan mereka sebagai manajer secara berlebihan yang keseluruhan biayanya ditanggung oleh perusahaan, manajer mengambil keputusan yang menguntungkan bagi manajer sendiri namun merugikan pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989 ; Ang *et al.*, 2000), manajer enggan mengambil keputusan yang lebih beresiko sehingga mengurangi resiko pribadi mereka, namun di sisi lain pemegang saham menginginkan perusahaan untuk lebih mengambil resiko yang tinggi (Crutchley dan Hansen, 1989), gaji manajer yang besar dan penjualan asset perusahaan dengan harga yang hanya menguntungkan manajer (Porta *et al.*, 2000).

Umumnya, cara untuk mengurangi masalah keagenan, pemegang saham harus mengeluarkan apa yang disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*) yang termasuk di dalamnya adalah semua biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mendorong manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan dibandingkan untuk melakukan kegiatan yang hanya untuk kepentingan manajer sendiri. Biaya keagenan tersebut meliputi 1) biaya untuk memonitor kerja manajer seperti biaya audit, 2) biaya untuk membuat suatu struktur organisasi yang dapat membatasi tindakan

manajer yang tidak diinginkan, misalnya memasukkan investor luar ke dalam *board of director* dan 3) biaya oportunitas yang terjadi ketika pemegang saham menetapkan pembatasan, misalnya permintaan pemegang saham untuk memberikan suara pada suatu permasalahan sehingga membatasi tindakan manajer. Bila pemegang saham tidak melakukan usaha untuk mempengaruhi tindakan manajer maka tidak akan timbul biaya keagenan, sehingga pemegang saham akan kehilangan kesejahteraannya. Namun sebaliknya, biaya keagenan akan sangat tinggi apabila pemegang saham berusaha untuk meyakinkan bahwa setiap tindakan manajer sesuai dengan apa yang diinginkan oleh pemegang saham (Brigham *et al.*, 1999).

Teori keagenan menawarkan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan, yakni peningkatan kepemilikan saham bagi manajer, kebijakan dividen dan kebijakan hutang (Rozef, 1982 ; Easterbook, 1984 dalam Crutchley dan Hansen, 1989). Pada penelitian ini akan dibahas kebijakan dividen sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan. Menurut Rozef (1982) dalam Moh'd *et al.* (1995), biaya keagenan yang muncul sebagai akibat dari masalah keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan pembayaran dividen. Dividen berfungsi sebagai bentuk pembagian keuntungan perusahaan oleh karena itu dengan pembayaran dividen maka pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan telah melakukan tindakan yang mereka inginkan sehingga dapat mengurangi konflik.

Pembayaran dividen, walaupun dapat mengurangi biaya keagenan namun di sisi lain akan menimbulkan biaya transaksi. Pembayaran dividen yang besar menyebabkan perusahaan harus mendapatkan tambahan dana untuk memenuhi kebutuhan investasi. Hal ini mendorong perusahaan untuk mendapatkan dana dari

pihak eksternal untuk pembiayaan investasinya. Usaha untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi (Moh'd *et al.*, 1995).

Menurut Holder *et al.* (1998), biaya transaksi yang besar ini menyebabkan perusahaan harus mempertimbangkan kembali untuk membayarkan dividen dalam jumlah besar. Perusahaan akan lebih baik mengurangi jumlah pembayaran dividen untuk mengurangi biaya transaksi apabila ada kesempatan investasi yang baik.

2.2 Kebijakan Dividen

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif serta preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa mendatang (Sartono, 1999).

Hingga sekarang, masih menjadi perdebatan bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Beberapa peneliti meyakini bahwa pembayaran dividen meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Gordon-Lintner), namun Modigliani-Miller (MM) menyatakan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989). Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi, sehingga keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Sartono, 1999).

Dari sudut pandang teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) dan dikembangkan oleh Rozeff (1982) dan Easterbook (1984) seperti yang dikutip oleh Moh'd *et al.* (1995), dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan karena dividen berfungsi sebagai bentuk pembagian keuntungan perusahaan sehingga dengan pembayaran dividen maka pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan telah melakukan tindakan yang mereka inginkan sehingga dapat mengurangi konflik.

Dalam praktik yang sesungguhnya, pertimbangan manajerial dalam menentukan rasio pembayaran dividen adalah (Sartono, 1999) :

1. Kebutuhan dana perusahaan

Kebutuhan dana bagi perusahaan merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola pengurangan hutang dan faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

2. Likuiditas

Dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu perusahaan tersebut akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam prosentase yang tetap terhadap laba.

2.3 Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap Rasio Pembayaran Dividen

Insider Ownership adalah pemilik perusahaan/pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Tingkat *insider ownership* yang semakin rendah artinya semakin sedikit pemegang saham/pemilik yang mengelola perusahaan akan menyebabkan meningkatnya masalah keagenan. Hal ini disebabkan karena kontrol mereka terhadap perusahaan menjadi berkurang dan perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pengelola semakin besar. Sebaliknya, semakin tinggi tingkat *insider ownership*, yang berarti semakin banyak jumlah pemegang saham/pemilik yang mengelola perusahaan, maka perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pengelola semakin kecil dan pemilik akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam pengelolaan karena semua resiko atas tindakannya akan ditanggung oleh mereka sendiri. Keadaan ini menyebabkan menurunnya masalah keagenan (Moh'd *et al.*, 1995).

Ang *et al.* (2000) menyatakan bahwa pertama, biaya keagenan yang timbul akibat masalah keagenan ini akan tinggi pada perusahaan yang dikelola oleh manajer yang sama sekali tidak memiliki ekuitas pada perusahaan tersebut. Kedua, biaya keagenan berhubungan negatif dengan tingkat keikutsertaan pemilik/pemegang saham dalam pengelolaan perusahaan dan ketiga, biaya keagenan meningkat seiring

dengan bertambahnya jumlah pemegang saham/pemilik yang tidak mengelola perusahaan.

Biaya keagenan dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pembayaran dividen (Rozef, 1982 dalam Moh'd *et al.*, 1995). Dividen merupakan salah satu bentuk pembagian keuntungan perusahaan, oleh karena itu dengan pembayaran dividen maka pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan telah melakukan tindakan yang diinginkan oleh pemilik sehingga dapat mengurangi konflik.

Biaya keagenan yang tinggi dari suatu perusahaan dapat dikurangi dengan peningkatan rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian Dempsey dan Laber (1992); Jensen *et al.* (1992); Alli *et al.* (1993); Moh'd *et al.* (1995) dan Holder *et al.* (1998) menunjukkan bahwa *insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Semakin rendah tingkat *insider ownership*, maka rasio pembayaran dividen akan meningkat sebagai upaya untuk mengurangi masalah keagenan yang diakibatkan oleh semakin rendahnya tingkat *insider ownership* tersebut.

2.4 Pengaruh *Shareholder Dispersion* Terhadap Rasio Pembayaran Dividen

Holder *et al.* (1998) menyatakan bahwa *shareholder dispersion* (penyebaran kepemilikan saham) yang besar akan menimbulkan biaya keagenan yang besar karena ketika kepemilikan saham ini menyebar maka pemegang saham akan sulit dalam mengawasi perusahaan. Akibatnya suatu aktivitas pengawasan oleh pemegang saham merupakan aktivitas yang memerlukan biaya cukup besar. Kepemilikan saham yang menyebar (tidak terkonsentrasi) menimbulkan biaya keagenan yang besar sehingga

membutuhkan mekanisme untuk menurunkan biaya keagenan tersebut dengan cara meningkatkan rasio pembayaran dividen.

Rozef (1982) seperti yang dikutip oleh Moh'd *et al.* (1995) menyatakan bahwa sulitnya monitoring yang dilakukan pemegang saham akibat kepemilikan saham yang tersebar ini menyebabkan pemegang saham memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksa perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi. Kesulitan dalam melakukan pengawasan ini menimbulkan masalah keagenan yang terutama disebabkan oleh *asymmetric information* dan memerlukan pembayaran dividen yang besar untuk menurunkan masalah keagenan ini. Sebaliknya, kepemilikan saham yang terkonsentrasi akan memudahkan dalam pengawasan perusahaan, sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi masalah keagenan.

Dalam penelitian ini *shareholder dispersion* diartikan sebagai *variance* kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham. Nilai *variance* yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan saham lebih terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Sebaliknya, nilai *variance* yang kecil menunjukkan bahwa kepemilikan saham semakin menyebar atau tidak terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Misalnya terdapat dua perusahaan yakni perusahaan X dan Y yang masing-masing memiliki empat kelompok perusahaan, setiap kelompok pada perusahaan X memiliki 25% saham, sedangkan pada perusahaan Y terdapat satu kelompok yang memiliki saham 51% dan sisanya dimiliki oleh tiga kelompok lainnya. Maka nilai *variance* pada perusahaan X lebih kecil dari pada nilai *variance* perusahaan Y. Nilai *variance* yang lebih kecil ini menunjukkan bahwa di

perusahaan X kepemilikan sahamnya lebih menyebar sedangkan di perusahaan Y yang memiliki nilai *variance* lebih besar menunjukkan bahwa kepemilikan sahamnya lebih terkonsentrasi karena terdapat satu kelompok pemegang saham yang kepemilikan sahamnya 51%.

Dengan demikian nilai *shareholder dispersion* (diwakili oleh nilai *variance* kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham) yang kecil menunjukkan bahwa kepemilikan saham di suatu perusahaan semakin menyebar. Semakin menyebarnya kepemilikan saham ini akan menimbulkan masalah keagenan karena sulitnya para pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan ini berimplikasi pada pembayaran dividen yang lebih tinggi.

2.5 Pengaruh *Institutional Ownership* Terhadap Rasio Pembayaran Dividen

Institutional ownership adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh suatu institusi (Moh'd *et al.*, 1995). Pihak institusi ini memegang peranan yang besar dalam memonitor aktivitas manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham minoritas meminta tingkat pembayaran dividen yang besar untuk mengkompensasi atas kemampuan institusi tersebut dalam memonitor perusahaan. Selain untuk kompensasi, pemegang saham minoritas juga meminta tingkat pembayaran dividen yang tinggi untuk menarik institusi-institusi besar agar menjadi pemegang saham suatu perusahaan (Vishny *et al.*, 1986 dalam Moh'd *et al.*, 1995).

2.6 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Rasio Pembayaran Dividen

Pengertian tumbuh umumnya menunjukkan makin besarnya skala perusahaan. Dempsey dan Laber (1992); Alli *et al.* (1993); Moh'd *et al.* (1995) dan Holder *et al.* (1998) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menetapkan rasio pembayaran dividen yang rendah.

Manajer pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung akan menghemat dana dengan cara membayar dividen dalam jumlah yang rendah agar dapat digunakan untuk investasi (Rozef, 1982 dalam Moh'd *et al.*, 1995). Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi ditunjukkan dengan adanya kesempatan investasi yang banyak (Alli *et al.*, 1993) sehingga pendanaan yang besar dibutuhkan oleh perusahaan tersebut (Holder *et al.*, 1998). Apabila perusahaan ini membayar dividen dalam jumlah yang besar maka perusahaan akan mencari tambahan dana dari pihak eksternal untuk membiayai investasinya (Holder *et al.*, 1998). Biaya untuk mendapatkan dana eksternal tersebut menimbulkan biaya transaksi yang tinggi (Moh'd *et al.*, 1995). Holder *et al.* (1998) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan menyebabkan meningkatnya biaya transaksi. Biaya transaksi yang tinggi ini menyebabkan perusahaan harus mempertimbangkan kembali untuk membayar dividen dalam jumlah yang besar. Perusahaan akan lebih baik mengurangi jumlah pembayaran dividen untuk mengurangi biaya penggunaan dana eksternal dalam membiayai suatu investasi.

2.7. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Rasio Pembayaran Dividen

Menurut Crutchley dan Hansen (1989), semakin besar ukuran suatu perusahaan, semakin kecil prosentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Sehingga untuk mengontrol biaya keagenan, manajer pada perusahaan besar menitikberatkan pada kebijakan dividen.

Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen (Moh'd *et al.*, 1995). Perusahaan besar cenderung menetapkan rasio pembayaran dividen yang besar (Crutchley dan Hansen, 1989 ; Holder *et al.*, 1998). Menurut Holder *et al.* (1998), dibandingkan dengan perusahaan yang kecil, perusahaan besar lebih mudah mengakses ke pasar modal untuk mendapatkan dana. Kemudahan untuk mendapatkan dana eksternal ini mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap sumber pendanaan internal. Keadaan ini menyebabkan perusahaan mampu menetapkan rasio pembayaran dividen yang besar. Alli *et al.* (1993) juga menyatakan bahwa, perusahaan yang dapat dengan mudah mengakses ke pasar modal mampu membayar dividen dalam jumlah yang besar.

2.8 Penelitian Terdahulu

Secara ringkas, penelitian-penelitian yang telah dilakukan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen disajikan pada Tabel 2.1.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu Faktor-faktor yang mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen

Peneliti	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
Parmanto, 2002	Menganalisis baik secara simultan maupun parsial, pengaruh dari faktor-faktor posisi kas perusahaan (<i>cash position</i>), return on asset (ROA), potensi pertumbuhan (<i>growth potential</i>), ukuran perusahaan (<i>firm size</i>), debt to equity ratio (DER) dan <i>holding</i> terhadap dividend payout ratio (DPR).	<ul style="list-style-type: none"> - Keenam variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DPR. ($R^2 = 0,409$) - Secara parsial, <i>cash position</i> dan ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR; <i>growth potential</i> dan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR; <i>firm size</i> dan <i>holding</i> berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap DPR.
Susanto, 2002	Menganalisis baik secara simultan maupun parsial pengaruh likuiditas (<i>current ratio</i>), solvabilitas (<i>debt ratio</i>), profitabilitas (<i>return on equity</i>), tingkat pengembalian investasi (<i>return on investment</i>) terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan DPR.	<ul style="list-style-type: none"> - Keempat variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DPR. - Secara parsial, <i>debt ratio</i> dan <i>return on equity</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR; <i>current ratio</i> berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap DPR; <i>return on investment</i> berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap DPR.
Holder <i>et al.</i> , 1998	Menganalisis pengaruh <i>Net Organizational Capital</i> (diukur dengan fokus perusahaan), ukuran perusahaan, <i>insider ownership</i> , <i>shareholder dispersion</i> , <i>free cash flow</i> , pertumbuhan perusahaan dan resiko perusahaan terhadap DPR.	<ul style="list-style-type: none"> - Variabel-variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap DPR. ($R^2 = 0,36$) - <i>Net Organizational Capital</i>, <i>insider ownership</i>, pertumbuhan perusahaan dan resiko perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR; Ukuran perusahaan, <i>shareholder dispersion</i> dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

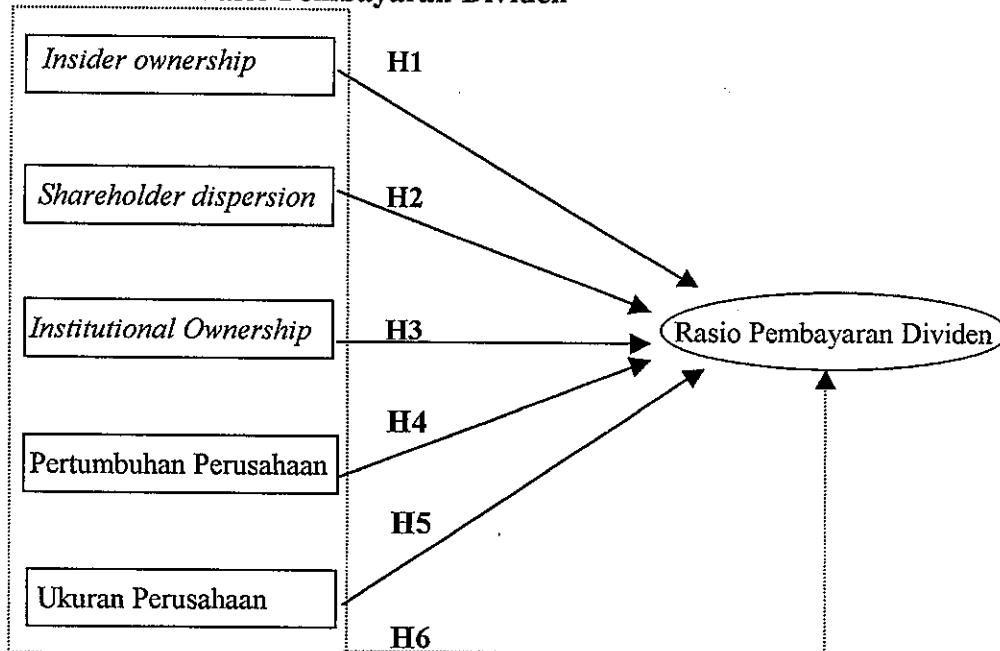
Peneliti	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
Moh'd <i>et al.</i> , 1995	Menganalisis pengaruh antara biaya keagenan dan biaya transaksi terhadap DPR. Biaya keagenan diproksikan dengan <i>insider ownership</i> , <i>shareholder dispersion</i> , dan <i>institutional ownership</i> . Sedangkan biaya transaksi diproksikan dengan pertumbuhan perusahaan, resiko bisnis perusahaan, <i>degree of financial leverage</i> (DFL) dan <i>degree of operating leverage</i> (DOL). Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa <i>shareholder dispersion</i> , <i>institutional ownership</i> dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif signifikan terhadap DPR. Sedangkan <i>insider ownership</i> , pertumbuhan perusahaan, resiko bisnis perusahaan, DFL dan DOL mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap DPR.
Jensen <i>et al.</i> , 1992	Menguji pengaruh simultan antara tingkat <i>insider ownership</i> , kebijakan hutang, dan kebijakan dividen.	Hasil penelitian menunjukkan bahwa antara <i>insider ownership</i> , kebijakan hutang dan kebijakan dividen terdapat hubungan saling mempengaruhi, khususnya bahwa tingkat <i>insider ownership</i> memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan dividen.
Dempsey dan Laber, 1992	Menganalisis pengaruh <i>insider ownership</i> , <i>previous growth</i> , <i>forecast growth</i> , koefisien beta dan jumlah pemegang saham terhadap DPR baik secara simultan maupun parsial pada dua periode. Periode pertama tahun 1974-1980, periode kedua tahun 1981-1987. Periode kedua ini merupakan periode dengan karakteristik : inflasi yang rendah, pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan pajak yang rendah.	<ul style="list-style-type: none"> - Variabel-variabel tersebut secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap DPR baik pada periode pertama ($R^2 = 0,41$) maupun pada periode kedua ($R^2 = 0,37$). - <i>Insider ownership</i>, <i>previous growth</i>, <i>forecast growth</i> dan koefisien beta berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR; jumlah pemegang saham berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Peneliti	Tujuan Penelitian	Hasil Penelitian
Crutchley dan Hansen, 1989	Menganalisis pengaruh <i>earning volatility</i> , biaya advertising dan R&D, ukuran perusahaan, <i>diversification</i> serta <i>flotation cost</i> terhadap tiga kebijakan keuangan yakni tingkat <i>insider ownership</i> , kebijakan dividen dan kebijakan hutang.	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Diversification, earning volatility, dan flotation cost</i> mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap tingkat <i>insider ownership</i>; biaya advertising dan R&D memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap tingkat <i>insider ownership</i>. Sedangkan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap tingkat <i>insider ownership</i>. - <i>Diversification, flotation cost</i> dan biaya advertising dan R&D memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan <i>earning volatility</i> dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. - <i>Diversification, earning volatility</i> dan biaya advertising dan R&D memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan <i>flotation cost</i> dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan hutang.

Sumber : Parmanto, 2002 ; Susanto, 2002 ; Holder *et al.*, 1998 ; Moh'd *et al.*, 1995 ; Jensen *et al.*, 1992 ; Dempsey dan Laber, 1992 ; Crutchley dan Hansen, 1989

Berdasarkan telaah pustaka yang telah dipaparkan sebelumnya, maka kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini disajikan pada Gambar 2.1.

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen



Sumber : dikembangkan untuk tesis ini

Hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

- H₁ : *Insider ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap rasio pembayaran dividen
- H₂ : *Shareholder dispersion* mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap rasio pembayaran dividen
- H₃ : *Institutional ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen
- H₄ : Pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap rasio pembayaran dividen
- H₅ : Ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen
- H₆ : *Insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership, pertumbuhan perusahaan, dan ukuran perusahaan* secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, meliputi data laporan keuangan dan data kepemilikan saham. Pooling data, yang merupakan kombinasi antara *time series* (periode tahun 1999-2000) dan *cross section* (perusahaan yang terdaftar di BEJ), digunakan dalam penelitian ini.

3.2 Populasi dan Sampel serta Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 1999-2000 (307 perusahaan). Sampel dipilih dari populasi yang ada dengan menggunakan prosedur pengambilan sampel *purposive sampling*. Menurut Zikmund (1994) pengambilan sampel dengan *purposive sampling* adalah pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan terdaftar di BEJ pada tahun 1999-2000 dan menerbitkan laporan keuangan.
2. Perusahaan pada tahun 1999-2000 membayarkan dividen.
3. Perusahaan memiliki data prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*).

4. Perusahaan memiliki data prosentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi (*institutional ownership*).

Dari populasi yang ada, jumlah sampel yang memenuhi kriteria tersebut di atas sebanyak 17 perusahaan.

3.3 Definisi Operasional Variabel

3.3.1 Variabel Dependen

Rasio Pembayaran Dividen

Rasio pembayaran dividen, sebagai variabel dependen merupakan prosentase laba yang dibayar dalam bentuk dividen (*Dividend Payout Ratio*), diberi simbol DPR dan dihitung dengan cara :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

(Sumber : Moh'd *et al.*, 1995)

Data DPR didapatkan di *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *Summary of Financial Statement*.

3.3.2 Variabel Independen

a. Insider Ownership

Insider ownership diberi simbol INSD, merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (Crutchley dan Hansen, 1989), dihitung dengan :

$$\text{INSD} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki direktur dan komisaris}}{\text{Total saham}}$$

Data INSD didapatkan di *Indonesian Capital Market Directory*.

b. *Shareholder Dispersion*

Perhitungan *shareholder dispersion* atau penyebaran kepemilikan saham pada penelitian ini diukur dengan menggunakan *variance* dari data prosentase kepemilikan saham. Para pemegang saham dipertimbangkan sebagai kelompok yang mana setiap pemegang saham mewakili satu kelompok. Nilai *variance* yang kecil menunjukkan bahwa kepemilikan saham semakin menyebar atau tidak terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Sebaliknya nilai *variance* yang besar menunjukkan bahwa kepemilikan saham lebih terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. *Shareholder dispersion* yang merupakan *variance* kepemilikan saham ini diberi simbol SHLDR dan dihitung dengan cara :

$$\text{SHLDR} = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}{n - 1}$$

Xi = Prosentase kepemilikan saham tiap kelompok
 X = Rata-rata prosentase kepemilikan saham
 n = Jumlah data

Data kepemilikan saham ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory*.

c. *Institutional Ownership*

Institutional ownership diberi simbol INST merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi (Moh'd *et al.*, 1995). Data ini bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory*.

d. Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan disimbolkan dengan GROWTH dan diukur dengan tingkat pertumbuhan asset perusahaan (Baskin, 1989) yang dihitung sebagai :

$$\text{GROWTH} = \frac{A_{t+1} - A_t}{A_t}$$

A_t : Asset tahun t

A_{t+1} : Asset tahun t +1

Data asset perusahaan diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *Summary of Financial Statement*.

e. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan ini diberi simbol SIZE dan diukur dengan menggunakan natural log dari *sales* (Moh'd *et al.*, 1995). Data *sales* ini diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* pada bagian *Summary of Financial Statement*.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah studi pustaka yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000-2002.

3.5 Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan adalah teknik regresi berganda dengan bantuan program komputer SPSS untuk menguji pengaruh variabel INSD, SHLDR, INST, GROWTH, dan SIZE terhadap variabel DPR. Model ini dapat ditulis sebagai berikut :

$$\text{DPR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{INSD})_{it} + \beta_2 (\text{SHLDR})_{it} + \beta_3 (\text{INST})_{it} + \beta_4 (\text{GROWTH})_{it} + \beta_5 (\text{SIZE})_{it} + e$$

β_0	: Intersep
$\beta_1, \beta_2 \dots \beta_5$: Koefisien perubahan nilai tiap variabel independen
i	: Perusahaan ke- i
t	: Tahun ke- t
e	: Error
DPR	: Rasio Pembayaran dividen, prosentase laba yang dibayar dalam bentuk dividen
INSD	: <i>Insider Ownership</i> , prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris
SHLDR	: Penyebaran kepemilikan saham, <i>variance</i> kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham
INST	: <i>Institutional ownership</i> , prosentase saham yang dimiliki oleh pihak institusi
GROWTH	: Pertumbuhan perusahaan, tingkat pertumbuhan asset
SIZE	: Ukuran perusahaan, natural log dari <i>sales</i>

Analisis regresi berganda baik secara parsial maupun simultan dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik.

3.5.1 Pengujian Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik pada penelitian ini meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi (Gujarati, 1995).

a. Normalitas

Uji normalitas ini bertujuan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, keduanya memiliki distribusi data yang normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah model dengan distribusi data

yang normal atau mendekati normal. Grafik Normal P-P Plot dapat digunakan untuk mendeteksi normalitas yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2002).

Selain dengan menggunakan grafik, pada penelitian ini pengujian normalitas juga dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov. Uji ini adalah metode yang umum digunakan untuk menguji normalitas data. Jika nilai Kolmogorov-Smirnov tidak signifikan (variabel memiliki tingkat signifikansi di atas 0,05) maka semua data terdistribusi secara normal (Hair *et al.*, 1995).

b. Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan keadaan yang mana terdapat korelasi antara tiga atau lebih variabel independen. Adanya multikolinearitas ini akan mengurangi kemampuan dari variabel independen untuk memprediksi (Hair *et al.*, 1995).

Nilai koefisien korelasi dapat digunakan untuk melihat ada tidaknya multikolinearitas. Sebagai *rule of thumb*, nilai koefisien korelasi yang lebih dari 0,8 menunjukkan bahwa ada multikolinearitas yang besar dalam model penelitian (Gujarati, 1995). Ada tidaknya multikolinearitas juga dapat dilihat dari nilai *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Faktor* (VIF) (Hair *et al.*, 1995 ; Gujarati,

1995). Nilai TOL berkebalikan dengan VIF. *Tolerance* adalah besarnya variasi dari satu variabel independen yang tidak dijelaskan oleh variabel independen lainnya, sedangkan VIF menjelaskan derajat suatu variabel independen dijelaskan oleh variabel independen lainnya (Hair *et al.*, 1995). Jika nilai TOL lebih besar dari 0,1 maka tidak terdapat multikolinearitas diantara variabel independen (Hair *et al.*, 1995). Sedangkan untuk nilai VIF, menurut Gujarati (1995) sebagai *rule of thumb* nilai VIF yang lebih besar dari 10 menunjukkan bahwa ada kolinearitas yang tinggi diantara variabel independen.

c. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas muncul apabila kesalahan atau residual dari model yang diamati tidak memiliki varian yang konstan dari satu observasi ke observasi lainnya. Artinya setiap observasi memiliki reliabilitas yang berbeda akibat perubahan kondisi yang melatarbelakangi tidak terangkum dalam spesifikasi model. Heteroskedastisitas lebih sering muncul pada data *cross section* dibandingkan pada data *time series* (Kuncoro, 2001).

Ada tidaknya heteroskedastisitas ini dapat diuji dengan metode Glejser. Metode ini melakukan regresi antara nilai absolut e_i dengan tiap-tiap variabel independen. Apabila koefisien regresi tersebut signifikan maka terdapat heteroskedastisitas di dalam data (Gujarati, 1995).

d. Autokorelasi

Menurut Kuncoro (2001), autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena

adanya korelasi antara residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Autokorelasi sering muncul pada penggunaan data *time series*. Hal ini karena gangguan dari satu observasi mempengaruhi gangguan dari observasi pada periode berikutnya.

Salah satu cara untuk mendeteksi autokorelasi adalah dengan menggunakan Durbin-Watson (d) Statistik (Gujarati, 1995). Nilai d yang menunjukkan ada tidaknya autokorelasi disajikan pada Tabel 3.1. Panduan untuk mendapatkan angka d_L (*lower bond*) dan d_u (*upper bond*) dapat dilihat pada tabel Durbin-Watson (D-W) pada buku statistik yang relevan.

Tabel 3.1 Durbin-Watson Test

Hipotesis Nol (H0)	Keputusan	Nilai d	Kesimpulan
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak terima H0	$0 < d < d_L$	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi positif	Tidak ada keputusan	$d_L \leq d \leq d_U$	Tidak ada keputusan
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak terima H0	$4 - d_L < d < 4$	Terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi
Tidak ada autokorelasi negatif	Tidak ada keputusan	$4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$	Tidak ada keputusan
Tidak ada autokorelasi baik positif maupun negatif	Terima H0	$d_U < d < 4 - d_U$	Tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi

Sumber : Gujarati, 1995.

Berdasarkan tabel di atas, dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi apabila nilai d adalah $d_u < d < 4 - d_u$.

3.5.2 Pengujian Hipotesis

a. Uji t

Uji t dilakukan pada pengujian hipotesis secara parsial, untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel independen secara individual terhadap variabel dependen.

Langkah-langkahnya adalah sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_i = 0$ artinya tidak ada pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen).

$H_0 : \beta_i \neq 0$ artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X_n (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen).

$\beta_i = \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$ merupakan koefisien perubahan nilai tiap variabel independen.

2. Menentukan signifikansi sebesar 5% dan *degree of freedom* ($df = n-k$) untuk menentukan nilai t_{tabel} , yang mana n adalah jumlah pengamatan dan k adalah jumlah variabel.

3. Menghitung nilai t dengan rumus :

$$t_{hitung} = \frac{\beta_i}{Se(\beta_i)} \quad (\text{Gujarati, 1995})$$

β_i = Koefisien perubahan nilai tiap variabel independen ($\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$)

$Se(\beta_i)$ = *Standard deviation* koefisien perubahan nilai tiap variabel independen ($\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$)

4. Kesimpulan :

- H_0 ditolak jika $t_{hitung} > t_{tabel}$

H_0 diterima jika $t_{hitung} < t_{table}$

- Apabila apabila tingkat signifikansi $t_{hitung} <$ dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 0,05$), maka secara parsial variabel independen tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (H_0 ditolak).

b. Uji F

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel independen yang digunakan dalam model penelitian mempunyai pengaruh secara simultan terhadap variabel dependen.

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots \beta_5 = 0$ artinya secara bersama-sama tidak ada pengaruh yang signifikan dari semua variabel X (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen).

$H_0 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \beta_5 \neq 0$ artinya secara bersama-sama terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel X (variabel independen) terhadap variabel Y (variabel dependen).

2. Menentukan signifikansi sebesar 5% dan *degree of freedom* (df)_{numerator} = (k-1) dan df _{denominator} = (n-k) untuk menentukan nilai F tabel.

3. Menghitung nilai F dengan rumus sebagai berikut :

$$F_{hitung} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \quad (\text{Gujarati, 1995})$$

R^2 = Koefisien determinasi

n = Jumlah pengamatan

k = Jumlah variabel

4. Kesimpulan

- H_0 ditolak jika $F_{hitung} > F_{tabel}$

H_0 diterima jika $F_{hitung} < F_{tabel}$

- Apabila tingkat signifikansi $F_{hitung} <$ dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan ($\alpha = 0,05$), maka secara simultan variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen (H_0 ditolak).

BAB IV

ANALISIS DATA

4.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian dan Data Deskriptif

4.1.1 Gambaran Umum Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 1999 hingga 2000 yang memenuhi kriteria penelitian, yakni sebanyak 17 perusahaan. Tabel 4.1. di bawah ini menyajikan perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian.

Tabel 4.1 Perusahaan yang Menjadi Sampel Penelitian

Nama Perusahaan	Sektor
PT. Astra Agro Lestari, Tbk.	<i>Agriculture, Forestry, and Fishing</i>
PT. Cahaya Kalbar, Tbk.	<i>Food and Beverages</i>
PT. Petrosea, Tbk.	<i>Construction</i>
PT. Gudang Garam, Tbk.	<i>Tobacco Manufacturers</i>
PT. Sunson Textile Manufacturer, Tbk.	<i>Textile Mile Products</i>
PT. Lautan Luas, Tbk.	<i>Chemical and Allied Products</i>
PT. Duta Pertiwi Nusantara, Tbk.	<i>Adhesive</i>
PT. Berlina Co. Ltd.	<i>Plastics and Glass Products</i>
PT. Lion Metal Works, Tbk.	<i>Metal and Allied Products</i>
PT. Kedaung Indah Can, Tbk.	<i>Fabricated Metal Products</i>
PT. Metrodata Electronics, Tbk.	<i>Electric and Electronic Equipment</i>
PT. Selamat Sempurna, Tbk.	<i>Automotive and Allied Products</i>
PT. Berlian Laju Tanker, Tbk.	<i>Transportation Services</i>
PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk.	
PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk.	<i>Wholesale and Retail Trade</i>
PT. Asuransi Dayin Mitra, Tbk.	<i>Insurance</i>
PT. Asuransi Ramayana, Tbk.	

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2000-2002

Data untuk rasio pembayaran dividen bagi masing-masing perusahaan disajikan pada Tabel 1.1. pada bab I. Dari Tabel 1.1. tersebut dapat dilihat bahwa pada tahun 1999 perusahaan yang mampu menetapkan rasio pembayaran dividen dalam jumlah yang besar adalah PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk (67), sedangkan pada tahun 2000 adalah PT. Berlina Co. Ltd (43,95). Pada tahun 1999, PT. Metrodata Electronics, Tbk. adalah perusahaan yang menetapkan rasio pembayaran dividen dalam jumlah yang paling rendah (1,3), sedangkan pada tahun 2000 adalah PT. Lautan Luas, Tbk (9,80).

Keadaan sampel penelitian selain dilihat dari rasio pembayaran dividen, secara ringkas disajikan dalam Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Keadaan Sampel Penelitian

Hal	Jumlah		Total	%
	Tahun 1999	Tahun 2000		
<i>Insider Ownership</i>				
• < 14 %	14	14	28	82,35
• 14 % - 28 %	1	1	2	5,88
• > 28 %	2	2	4	11,76
<i>Shareholder Dispersion</i>				
• < 0,1228	15	16	31	91,18
• 0,1228 – 0,2428	1	-	1	2,94
• > 0,2428	1	1	2	5,88
<i>Institutional Ownership</i>				
• < 34 %	2	2	4	11,76
• 34 % - 58 %	3	3	6	17,65
• > 58 %	12	12	24	70,59
Asset				
• < 500 Milyar	10	9	19	55,88
• 500 Milyar – 1 Trilyun	3	4	7	20,59
• > 1 Trilyun	4	4	8	23,53
Sales				
• < 500 Milyar	10	8	18	52,94
• 500 Milyar – 1 Trilyun	5	5	10	29,41
• > 1 Trilyun	2	4	6	17,65

Sumber : Data Sekunder Perusahaan

Berdasarkan Tabel 4.2 di atas dapat dilihat bahwa sebanyak 82,35 % sampel penelitian memiliki *insider ownership* yang lebih kecil dari 14 %; sebanyak 91,18 % sampel penelitian memiliki *shareholder dispersion* (dari nilai varian) yang lebih kecil dari 0,1228 dan sebanyak 70,59 % sampel penelitian memiliki *institutional ownership* yang lebih dari 58 %. Dapat dilihat pula bahwa sebanyak 55,88 % sampel perusahaan

memiliki aset yang kurang dari 500 milyar dan sebanyak 52,94 % sampel perusahaan yang memiliki sales yang kurang dari 500 milyar.

4.1.2 Data Deskriptif

Pada penelitian ini diperoleh statistik deskriptif yang berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan. Statistik deskriptif ini meliputi jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata sampel (mean) dan tingkat penyimpangan penyebaran data (*standard deviation*). Secara rinci, statistik deskriptif dari sampel penelitian disajikan dalam Tabel 4.3. di bawah ini.

Tabel 4.3 Statistik Deskriptif Sampel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
DPR	34	1,30	67,00	29,0091	15,3933
INSD	34	0,0003	0,4016	0,085750	0,113759
SHLDR	34	0,002839	0,340959	0,07229466	0,07110458
INST	34	0,0992	0,7893	0,604444	0,186772
GROWTH	34	-0,441194	0,938100	0,25231877	0,33003836
SIZE	34	17,53833	23,45896	19,6235729	1,5043734
Valid N (listwise)	34				

Sumber : Lampiran 3. pada penelitian ini

Berdasarkan Tabel 4.3. di atas, dapat diketahui bahwa :

Variabel DPR memiliki nilai minimum sebesar 1,30 ; nilai maksimum sebesar 67,00 ; dengan nilai rata-rata sebesar 29,0091 dan *standard deviation* sebesar 15,3933. Variabel INSD memiliki nilai minimum sebesar 0,0003 ; nilai maksimum sebesar 0,4016 ; dengan nilai rata-rata dan *standard deviation* masing-masing sebesar 0,08570 dan 0,113759. Variabel SHLDR memiliki nilai minimum sebesar 0,002839 ;

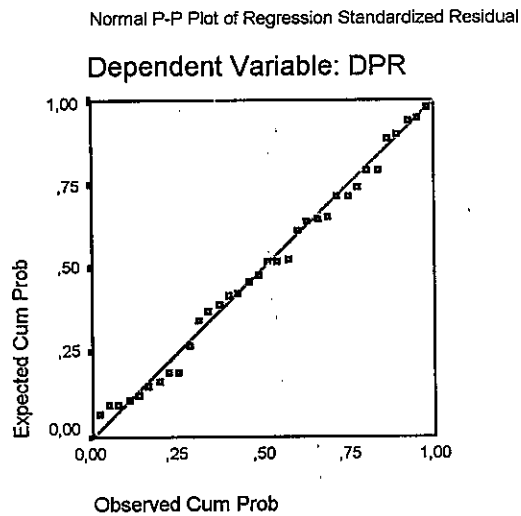
nilai maksimum sebesar 0,340959 ; dengan nilai rata-rata sebesar 0,07229466 dan *standard deviation* sebesar 0,07110458. Variabel INST memiliki nilai minimum sebesar 0,0992 ; nilai maksimum sebesar 0,7893 ; dengan nilai rata-rata dan *standard deviation* masing-masing sebesar 0,604444 dan 0,186772. Variabel GROWTH memiliki nilai minimum sebesar -0,441194 ; nilai maksimum sebesar 0,938100 ; dengan nilai rata-rata sebesar 0,25231877 dan *standard deviation* sebesar 0,33003836. Variabel SIZE memiliki nilai minimum sebesar 17,53833 ; nilai maksimum sebesar 23,45896 ; dengan nilai rata-rata dan *standard deviation* masing-masing sebesar 19,6235729 dan 1,5043734.

4.2 Proses dan Hasil Analisis

4.2.1 Uji Asumsi Klasik

4.2.1.1 Normalitas

Grafik Normal P-P Plot dan Uji Kolmogorov-Smirnov digunakan untuk uji normalitas pada penelitian ini. Gambar 4.1. menyajikan hasil uji normalitas dengan menggunakan Grafik Normal P-P plot.



Gambar 4.1 Grafik Uji Normalitas

Berdasarkan gambar di atas dapat dilihat bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Hasil uji normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov disajikan dalam Tabel 4.4.

Tabel 4.4 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov

Variabel	Kolmogorov-Smirnov Z	Signifikansi
DPR	0,608	0,854
INSD	1,621	0,010
SHLDR	1,205	0,110
INST	1,252	0,087
GROWTH	1,012	0,257
SIZE	0,567	0,905

Sumber : Lampiran 3. pada penelitian ini

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa variabel DPR, SHLDR, INST, GROWTH, dan SIZE memiliki nilai Kolmogorov-Smirnov yang tidak signifikan,

(tingkat signifikansi di atas 0,05), sehingga data untuk variabel tersebut terdistribusi secara normal. Sedangkan variabel INSD memiliki nilai Kolmogorov-Smirnov yang signifikan, sehingga data untuk variabel tersebut tidak terdistribusi secara normal. Namun demikian suatu data masih normal apabila data tersebut berada diantara rata-rata hitung ± 3 *Standard deviation*-nya ($\bar{X} \pm 3$ Sd), karena dengan kisaran tersebut maka suatu distribusi adalah simetrik dan berbentuk lonceng (Mason dan Lind, 1996). Kisaran untuk variabel INSD adalah $-0,255527$ ($\bar{X} - 3$ Sd) sampai dengan $0,427027$ ($\bar{X} + 3$ Sd). Dari statistik deskriptif yang ada ada pada Tabel 4.3. diperoleh bahwa nilai minimum variabel INSD (0,0003) tidak kurang dari $-0,255527$ dan nilai maksimum variabel INSD (0,4016) tidak lebih dari $0,427027$. Sehingga dapat dikatakan bahwa data untuk variabel INSD masih terdistribusi secara normal.

4.2.1.2 Multikolinearitas

Pada penelitian ini uji multikolinearitas dilakukan dengan melihat nilai koefisien korelasi, nilai *Tolerance* (TOL) dan nilai *Variance Inflation Faktor* (VIF). Tabel 4.5. di bawah ini menyajikan nilai koefisien korelasi dari masing-masing variabel independen.

Tabel 4.5 Koefisien Korelasi Variabel Independen

Variabel	INSD	SHLDR	INST	GROWTH	SIZE
INSD	1,000	- 0,021	0,441	0,000	- 0,083
SHLDR		1,000	- 0,168	- 0,181	0,042
INST			1,000	0,001	- 0,243
GROWTH				1,000	- 0,002
SIZE					1,000

Sumber : Lampiran 5. pada penelitian ini

Dari Tabel 4.5. dapat dilihat bahwa nilai koefisien korelasi antar variabel independen tidak ada yang melebihi 0,8 sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi yang digunakan pada penelitian ini.

Nilai TOL dan VIF dari variabel independen yang digunakan disajikan pada Tabel 4.6. di bawah ini.

Tabel 4.6 Nilai TOL dan VIF dari Variabel Independen

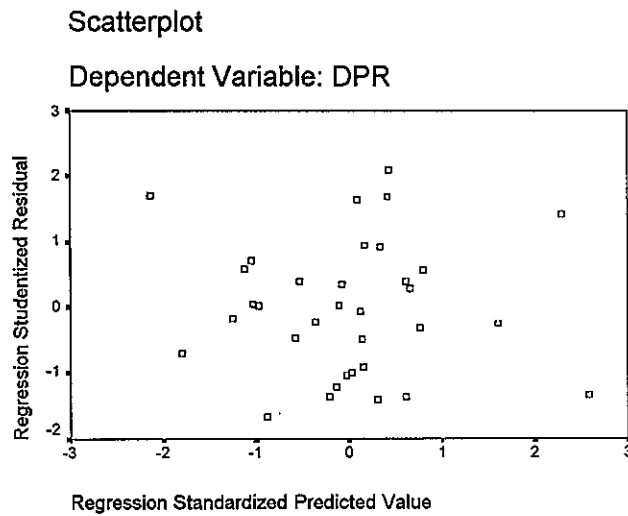
Variabel	TOL	VIF
INSD	0,802	1,247
SHLDR	0,936	1,069
INST	0,739	1,353
GROWTH	0,966	1,035
SIZE	0,940	1,064

Sumber : Lampiran 4. pada penelitian ini

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai TOL dari setiap variabel independen lebih dari 0,1 dan nilai VIF dari setiap variabel independen tidak lebih dari 10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas diantara variabel independen dalam model regresi.

4.2.1.3 Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini, pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan analisis grafik dan uji Glejser. Hasil analisis grafik untuk pengujian heteroskedastisitas disajikan pada Gambar 4.2.



Gambar 4.2 Grafik Uji Heteroskedastisitas

Dari grafik Scatterplot di atas, tampak bahwa tidak terdapat pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), selain itu tidak terdapat pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka nol pada sumbu Y. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Sedangkan hasil pengujian dengan menggunakan uji Glejser (Lampiran 6.), didapatkan bentuk persamaan regresi residual sebagai berikut

$$\begin{aligned}
 \text{AbsUt} &= 3,831 + 7,381 \text{ INSD} - 19,114 \text{ SHLDR} - 0,310 \text{ INST} - 0,985 \text{ GROWTH} \\
 \text{Sig (value)} &\quad (0,554) \quad (0,304) \quad (0,969) \quad (0,801) \\
 &+ 0,349 \text{ SIZE} \\
 &\quad (0,688)
 \end{aligned}$$

Dari persamaan di atas dapat dilihat bahwa seluruh koefisien regresi dari variabel independen tersebut tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas di dalam model regresi.

4.2.1.4 Autokorelasi

Durbin-Watson Statistik digunakan pada penelitian ini untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi. Dari tabel didapatkan bahwa nilai d_l sebesar 1,144 dan nilai d_u sebesar 1,808. Setelah dilakukan analisis data, diperoleh nilai durbin-watson sebesar 2,568 (Lampiran 4.) sehingga angka ini berada pada kisaran $4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$ (*in decision*). Namun dengan menggunakan paket komputer SHAZAM (Lampiran 7.), didapatkan bahwa nilai durbin-watson tersebut memiliki tingkat signifikan sebesar 0,895945 (tidak signifikan). Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat autokorelasi di dalam model regresi.

4.2.2 Analisis Regresi Linier Berganda

Dari uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa data yang ada terdistribusi secara normal, tidak terdapat multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi sehingga memenuhi persyaratan untuk melakukan analisis regresi berganda.

Pengujian hipotesis pertama hingga kelima dilakukan dengan menggunakan pengujian statistik secara parsial yakni uji t, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel independen secara individual. Pengujian hipotesis keenam dilakukan dengan menggunakan pengujian statistik secara simultan yakni uji F, untuk melihat tingkat signifikansi tiap koefisien regresi variabel secara simultan (bersama-sama).

Adapun hasil dari analisis regresi berganda yang dilakukan disajikan pada Tabel 4.7.

Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Berganda

	Koefisien Regresi (Standardized)	Nilai t	Signifikansi
Konstanta		- 0,077	0,939
INSD	0,526	3,239	0,003*
SHLDR	-0,167	- 1,113	0,275
INST	0,449	2,654	0,013*
GROWTH	-0,317	- 2,145	0,041*
SIZE	0,046	0,305	0,763

Variabel dependen : DPR

* Signifikan pada tingkat kepercayaan 5%

F = 3,863 ; sig. 0,009

R²_{adjusted} = 0,303

t_{tabel} = 2,048

Sumber : Lampiran 4. pada penelitian ini

Koefisien regresi yang *standardized* digunakan karena unit ukuran variabel independen dalam penelitian ini berbeda.

Berdasarkan Tabel 4.7. di atas, maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 0,526 \text{ INSD} - 0,167 \text{ SHLDR} + 0,449 \text{ INST} - 0,317 \text{ GROWTH} + 0,046 \text{ SIZE}$$

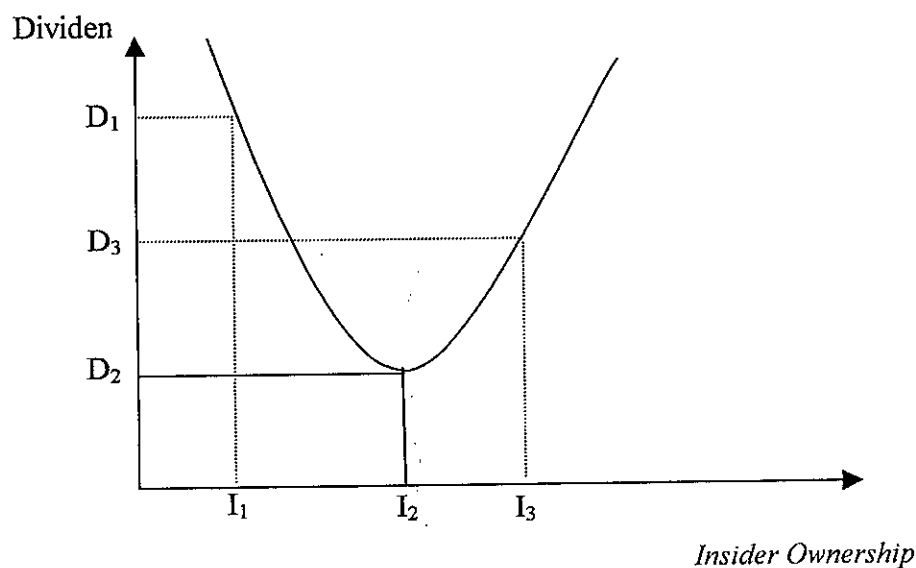
4.3 Pengujian Hipotesis

4.3.1 Pengujian Hipotesis Pertama

Hipotesis pertama yang diajukan dalam penelitian ini adalah *insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.7. di atas, nilai t hitung untuk variabel INSD adalah sebesar 3,239 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,003. Dilihat dari nilai absolut t

hitung yang lebih besar dari t tabel yakni 2,048 serta tingkat signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis pertama ini diterima. Koefisien regresi variabel INSD bertanda positif dan besarnya adalah 0,526. Koefisien regresi yang bertanda positif ini tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan namun sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Schooley dan Barney (1994).

Schooley dan Barney (1994), menguji hubungan antara kepemilikan saham oleh *Chief Executive Officer* (CEO) dengan dividen dan hasilnya menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan saham oleh CEO dengan dividen bersifat nonmonotomik. Mereka menyatakan bahwa *insider ownership* memiliki hubungan yang negatif dengan rasio pembayaran dividen hanya pada tingkat tertentu, selanjutnya kenaikan *insider ownership* juga akan meningkatkan rasio pembayaran dividen. Hal ini dapat diilustrasikan pada Gambar 4.3. di bawah ini.



Gambar 4.3 Hubungan Parabolik antara *Insider Ownership* dengan Rasio Pembayaran dividen

Gambar 4.3. menunjukkan bahwa ketika INSD pada posisi rendah yakni pada I_1 , DPR akan tinggi yakni pada posisi D_1 . Meningkatnya INSD pada posisi I_2 maka DPR akan turun pada posisi D_2 , ini merupakan tingkat INSD yang optimal. Namun selanjutnya ketika INSD meningkat menjadi I_3 , DPR akan naik pada posisi D_3 .

Schooley dan Barney (1994) juga mengemukakan bahwa ketika INSD meningkat hingga melebihi 14,9% maka pembayaran dividen tidak dapat lagi dijadikan alat untuk mengurangi masalah keagenan. Untuk menguji hubungan yang nonmonotomik ini Schooley dan Barney (1994) membagi sampel mereka menjadi dua kelompok, kelompok pertama dengan tingkat INSD kurang dari 10% yang memberikan hasil bahwa hubungan antara INSD dengan DPR adalah negatif namun tidak signifikan, dan kelompok kedua dengan tingkat INSD lebih dari 10% yang memberikan hasil bahwa hubungan antara INSD dengan DPR adalah positif dan signifikan.

Pada penelitian ini, *insider ownership* dibawah 14,9% sudah memberikan hubungan yang positif dengan rasio pembayaran dividen. Rata-rata tingkat *insider ownership* yang dimiliki oleh perusahaan di Indonesia adalah 8,6%.

Menurut Schooley dan Barney (1994) hubungan yang positif ini disebabkan karena semakin meningkatnya prosentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan memunculkan masalah keagenan. Pada keadaan yang mana pihak manajemen memiliki saham dalam prosentase yang besar, manajer suatu perusahaan cenderung kurang untuk melakukan diversifikasi dibanding pemegang saham lainnya sehingga terkadang keputusan investasi yang beresiko tinggi tidak dilakukan.

Hubungan yang positif antara INSD dengan DPR ini dapat juga disebabkan karena dengan meningkatnya INSD, investasi yang dilakukan oleh para manajer sebagian besar terkonsentrasi hanya pada satu perusahaan, sehingga para manajer tersebut menaruh harapan penghasilan yang besar dari pembayaran dividen. Alasan lain yang dapat dikemukakan mengenai hubungan positif ini adalah dengan meningkatnya *insider ownership* maka kekuatan manajer untuk mengontrol perusahaan melalui hak suaranya semakin besar. Meningkatnya kekuatan ini memberikan kesempatan bagi *insider* untuk mengejar kepentingan mereka tanpa takut ancaman *takeover*.

Di Indonesia, kebanyakan para *insider* adalah anggota keluarga karena mereka tidak mau melepaskan kepemilikan bisnis sehingga para pemegang saham dari luar menjadikan dividen sebagai alat kontrol dengan meminta dividen yang besar.

4.3.2 Pengujian Hipotesis Kedua

Berdasarkan Tabel 4.7. hasil uji t terhadap variabel SHLDR menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi sebesar 0,275 yang lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Selain itu juga dapat dilihat bahwa nilai absolut t hitung yakni 1,113 lebih kecil dari t tabel (2,048). Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *shareholder dispersion* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen, ditolak.

Koefisien regresi dari variabel SHLDR ini bertanda negatif yang besarnya adalah -0,167. Hal ini menunjukkan bahwa SHLDR (diwakili dengan *variance*) yang kecil (menunjukkan kepemilikan saham yang menyebar) akan meningkatkan rasio

pembayaran dividen. Kepemilikan saham yang menyebar ini menyebabkan kurang efektifnya monitoring dan kontrol terhadap perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976) sehingga menimbulkan masalah keagenan dan memerlukan pembayaran dividen yang besar untuk menurunkan masalah keagenan ini.

4.3.3 Pengujian Hipotesis Ketiga

Hipotesis ketiga yang diajukan dalam penelitian ini adalah *institutional ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.7. nilai t hitung untuk variabel INST adalah sebesar 2,654 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,013. Dilihat dari nilai absolut t hitung yang lebih besar dari t tabel yakni 2,048 serta tingkat signifikansi yang lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis ketiga ini diterima.

Koefisien regresi variabel INST bertanda positif dan besarnya adalah 0,449. Hubungan yang positif ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1995). Pihak institusi ini memiliki peranan yang besar dalam memonitor aktivitas manajemen perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham minoritas meminta tingkat pembayaran dividen yang besar untuk menarik institusi-institusi besar dan mengkompensasi atas kemampuan institusi tersebut dalam memonitor perusahaan.

4.3.4 Pengujian Hipotesis Keempat

Berdasarkan Tabel 4.7. hasil uji t terhadap variabel GROWTH menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi sebesar 0,041 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Selain itu juga dapat dilihat bahwa nilai absolut t hitung yakni 2,145 lebih besar dari t tabel (2,048). Dengan demikian

hipotesis keempat yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen, diterima. Koefisien regresi dari variabel GROWTH ini bertanda negatif yang besarnya adalah $-0,317$.

Pengaruh yang signifikan dan tanda koefisien regresi yang negatif ini konsisten dengan hasil penelitian Dempsey dan Laber (1992) ; Moh'd *et al.* (1995) dan Holder *et al.* (1998). Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, maka kesempatan investasi yang dimiliki semakin besar sehingga pendanaan yang besar sangat dibutuhkan. Apabila perusahaan membayar dividen dalam jumlah yang besar maka perusahaan akan mencari tambahan dana dari pihak eksternal untuk membiayai investasinya. Biaya untuk mendapatkan dana eksternal tersebut menimbulkan biaya transaksi yang tinggi. Biaya transaksi yang tinggi ini menyebabkan perusahaan harus mempertimbangkan kembali untuk membayar dividen dalam jumlah yang besar apabila masih ada peluang investasi yang bias diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi. Dalam hal ini berlaku *residual dividen theory* (Brigham *et al.*, 1999), yang mana dividen akan dibayarkan setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengambil kebijakan dividen mempertimbangkan tingkat pertumbuhan perusahaan.

4.3.5 Pengujian Hipotesis Kelima

Hipotesis kelima yang diajukan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.7. nilai t hitung untuk variabel SIZE adalah sebesar 0,305 dengan

tingkat signifikansi sebesar 0,763. Dilihat dari nilai absolut t hitung yang lebih kecil dari t tabel yakni 2,048 serta tingkat signifikansi yang lebih besar dari 0,05 maka hipotesis kelima ini ditolak. Koefisien regresi variabel SIZE bertanda positif dan besarnya adalah 0,046.

Koefisien regresi yang positif ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1995). Semakin besar ukuran perusahaan maka akan mudah bagi perusahaan dalam mengakses ke pasar modal, perusahaan lebih fleksibel dan memiliki kemampuan untuk mendapatkan dana dari pasar modal, hal ini berimplikasi pada pembayaran dividen. Pembayaran dividen yang akan mengurangi aliran kas internal tidak mengkhawatirkan perusahaan karena perusahaan dapat dengan mudah mendapatkan sumber dana eksternal di pasar modal.

4.3.6 Pengujian Hipotesis Keenam

Pengujian statistik uji F memberikan hasil F_{hitung} sebesar 3,863 yang lebih besar dari pada F_{Tabel} yakni 2,56 ; dengan nilai signifikansi sebesar 0,009 (lebih kecil dari 0,05). Ini berarti bahwa secara bersama-sama variabel independen yakni INSD, SHLDR, INST, GROWTH, dan SIZE berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen yakni DPR.

Dari Tabel 4.7. juga dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi sebesar 0,303 ($R^2_{adjusted} = 0,303$). Nilai ini menunjukkan bahwa 30,3% perubahan variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen. Dalam penelitian ini berarti 30,3% perubahan rasio pembayaran dividen mampu dijelaskan oleh *insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan

dan ukuran perusahaan. R^2 tidak digunakan karena pada penggunaan R^2 , setiap tambahan satu variabel independen maka R^2 akan meningkat tanpa melihat apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap variabel dependen. Sehingga pada penelitian ini digunakan R^2 **adjusted**, nilai ini dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada Bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa

1. *Insider ownership* memiliki pengaruh yang paling besar terhadap rasio pembayaran dividen. *Insider ownership* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen dengan tingkat signifikansi sebesar 0,003 ; walaupun tanda koefisien regresinya positif tidak seperti yang diduga sebelumnya yakni negatif. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Schooley dan Barney (1994) yakni *insider ownership* memiliki pengaruh yang negatif dengan rasio pembayaran dividen hanya pada tingkat tertentu, selanjutnya kenaikan *insider ownership* juga akan meningkatkan rasio pembayaran dividen.
2. *Shareholder dispersion* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (tingkat signifikansi 0,275). Namun tanda koefisien regresi yang negatif ini menunjukkan bahwa *shareholder dispersion* yang kecil yang berarti kepemilikan saham yang menyebar ini menyebabkan kurang efektifnya monitoring dan kontrol terhadap perusahaan sehingga menimbulkan masalah keagenan dan memerlukan pembayaran dividen yang besar untuk menurunkan masalah keagenan ini.

3. *Institutional ownership* memiliki pengaruh yang signifikan positif terhadap rasio pembayaran dividen (tingkat signifikansi 0,013). Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd *et al.*, 1995. Hal ini berarti pihak institusi memiliki peranan yang besar dalam memonitor aktivitas manajemen perusahaan dan pemegang saham minoritas meminta tingkat pembayaran dividen yang besar untuk menarik institusi-institusi besar serta untuk mengkompensasi atas kemampuan institusi tersebut dalam memonitor perusahaan.
4. Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan negatif terhadap rasio pembayaran dividen (tingkat signifikansi 0,041). Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Dampsey dan Laber, 1992 ; Moh'd *et al.*, 1995 dan Holder *et al.*, 1998. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen mempertimbangkan tingkat pertumbuhan perusahaan. Perusahaan lebih mengutamakan untuk mendanai investasi yang menguntungkan dan kemudian membayarkan dividen setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi (*Residual dividen theory*).
5. Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (tingkat signifikansi 0,763). Namun tanda koefisien regresi yang positif ini sesuai dengan hasil penelitian Moh'd *et al.* (1995) Holder *et al.* (1998). Semakin besar ukuran perusahaan maka akan mudah bagi perusahaan dalam mengakses ke pasar modal, perusahaan lebih fleksibel dan memiliki kemampuan untuk mendapatkan dana dari pasar

modal, hal ini berimplikasi pada kemampuan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

6. *Insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

5.2 Implikasi Kebijakan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider ownership, shareholder dispersion, institutional ownership*, pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam menetapkan rasio pembayaran dividen. Dan yang memiliki pengaruh dalam menentukan rasio pembayaran dividen adalah *insider ownership, institutional ownership* dan pertumbuhan perusahaan.

Manajer yang berperan sebagai agen harus mampu menjadi agen yang baik, memiliki komitmen bekerja untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan pemegang saham dapat tercapai dan dalam menentukan rasio pembayaran dividen, *insider ownership* harus menjadi bahan pertimbangan. Pemegang saham harus menjadi pemilik yang baik dan secara konsisten mengawasi manajemen dengan tidak mengurangi kepercayaan terhadap manajemen.

Kerjasama dengan pihak institusi yang memiliki saham pada perusahaan yang bersangkutan sangat diperlukan dalam mengawasi aktivitas manajemen, mengingat pihak institusi memegang peranan yang besar dalam memonitor aktivitas manajemen

perusahaan. Dalam menentukan rasio pembayar dividen, manajer juga harus mempertimbangkan pertumbuhan perusahaan.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sedikit dibandingkan dengan penelitian-penelitian terdahulu (Dempsey dan Laber, 1992 ; Moh'd *et al.*, 1995 dan Holder *et al.*, 1998). Hal ini karena terbatasnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria yang ditetapkan dalam penelitian ini.

5.4 Agenda Penelitian Mendatang

Adapun saran yang dapat diberikan adalah perlu dipertimbangkan unsur *free cash flow* (FCF), karena perusahaan dengan kesempatan investasi yang sedikit akan memiliki FCF yang tinggi. *Free cash flow* yang tinggi ini membuat para manajer cenderung menggunakan FCF untuk kepentingan sendiri ataupun untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan. Hal ini yang dapat menimbulkan masalah keagenan yang berimplikasi pada pembayaran dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Alli, K.L., A.Q. Khan and G.G. Ramirez. 1993. "Determinants of Corporate Dividend Policy : A Factorial Analysis". **The Financial Review**, 28 (4) : 523-547.
- Ang, J.S., R.A. Cole and J.W. Lin. 2000. "Agency Cost and Ownership Structur". **The Journal of Finance**, LV (1) : 81-106.
- Brigham E.F., L.C. Gapenski and P.R. Daves. 1999. **Intermediate Financial Management**. Sixth Edition. The Dryden Press. New York.
- Baskin, J. 1989. "Dividend Policy and The Volatility of Common Stocks". **The Journal of Portfolio Management**. pp 19-25.
- Crutchley C.E. and R.S. Hansen. 1989. "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". **Financial Management**. pp 36-46.
- Dempsey, S.J. and G. Laber. 1992. Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio : Further Evidence of The Agency-Transaction Cost Hypothesis". **The Journal of Financial Research**, XV (4) : 317-321.
- Eisenhardt, K.M. 1989. "Agency Theory : An Assessment and Review". **Academy of Management Review**, 14 (1) : 57-74.
- Ghozali, I. 2002. **Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS**. Edisi 2. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gujarati, D.N. 1995. **Basic Econometrics**. Third Edition. McGraw-Hill, Inc. Singapore.
- Hair, J.F., R.E. Anderson, R.L. Tatham and W.C. Black. 1995. **Multivariate Data Analysis with Reading**. Third Edition. Macmillan Publishing Company. New York.
- Holder, M.E., F.W. Langrehr and J.L. Hexter. 1998. "Dividend Policy Determinants : An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory". **Financial Management**, 27 (3) : 73-82.

- Jensen, M. C. and W.H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". **Journal of Financial Economics**, 3 (4) : 305-360.
- Jensen G.R., D.P. Solberg and T.S. Zorn. 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies". **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 27 (2) : 247-263.
- Kuncoro, M. 2001. **Metode Kuantitatif. Teori dan Aplikasi untuk Bisnis dan Ekonomi**. Edisi Pertama. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Mason, R.D. dan D.A. Lind. 1996. **Teknik Statistika untuk Bisnis dan Ekonomi**. Jilid 1. Edisi Kesembilan. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Moh'd M.A., L.G. Perry and J.N. Rimbey. 1995. "An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy". **The Financial Review**, 30 (2) : 367-385.
- Porta, R.L., F.L. De Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around The World". **The Journal of Finance**, LV (1) : 1-33.
- Sartono, R.A. 1999. **Manajemen Keuangan**. Edisi 3. BPFE. Yogyakarta.
- Schooley, D.K. and L.D. Barney Jr. 1994. "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs". **The Journal of Financial Research**, XVII (3) : 363-373.
- Zikmund, W.G. 1994. **Business Research Method**. Fourth Edition. The Dryden Press.