

**ANALISIS PENGARUH CASH RATIO, DEBT TO
TOTAL ASSET, ASSET GROWTH, FIRM SIZE DAN
RETURN ON ASSET TERHADAP
DIVIDEND PAYOUT RATIO**

(Studi Komparatif pada Perusahaan *Listed* di BEJ yang Sahamnya Ikut
Dimiliki Manajemen dan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen
Periode Tahun 2002-2005)



TESIS

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

Disusun Oleh:

**RB Atok Risaptoko
NIM C4A006058**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2007**



SERTIFIKASI

Saya, RB Atok Risaptoko, yang bertanda tangan dibawah 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

RB Atok Risaptoko

09 November 2007

PENGESAHAN TESIS

**Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa
tesis berjudul:**

ANALISIS PENGARUH CASH RATIO, DEBT TO TOTAL ASSET, ASSET GROWTH, FIRM SIZE DAN RETURN ON ASSET TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO

**(Studi Komparatif pada Perusahaan *Listed* di BEJ yang Sahamnya Ikut
Dimiliki Manajemen dan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen
Periode Tahun 2002-2005)**

**yang disusun oleh RB Atok Risaptoko, NIM C4A006058
telah disetujui dan dipertahankan di depan Dewan Penguji
pada tanggal 09 November 2007**

Pembimbing Pertama

Pembimbing Kedua

Prof. Dr. H Sugeng Wahyudi, MM

Drs. H Prasetyono, MSi

**Semarang, 09 November 2007
Universitas Diponegoro
Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program**

Prof. Dr. H Suyudi Mangunwihardjo

ABSTRACT

This study is performed to examine the effect of Cash ratio, Debt to Total Asset (DTA), Asset Growth, Size, and Return on asset (ROA), toward Dividend Payout Ratio (DPR) in companies that are listed in BEJ. The objective of this study is to scale and analyze the effect of the company financial ratios performance (Cash ratio, DTA, Growth, Size, and ROA) toward DPR in companies that is listed in BEJ over period 2002-2005.

Sampling technique used here is purposive sampling on criterion (1) the company that trade their stocks in Bursa Efek Jakarta; (2) the company that represents their financial report per December 2002-2005; and (3) the company that continually share their dividend per December 2002-2005. The data is obtained based on Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2006) publication. It is gained sample amount of 41 companies from 330 companies those are listed in BEJ. The analysis technique used here is multiple regression with the least square difference and hypothesis test using t-statistic to examine partial regression coefficient and f-statistic to examine the mean of mutual effect with level of significance 5%. In addition, classical assumption is also performed including normality test, multicollinearity test, heteroscedasticity test and autocorrelation test.

From the analysis result, it indicates that cash ratio and DTA variable partially significant toward DPR of the company in BEJ on 2002-2005 period on the level of significance less than 5% (each 0,1%, and 3,9%), while it indicates that growth, size and ROA variable partially not significant toward DPR of the company in BEJ on 2002-2005 period on the level of significance more than 5% as 65,1%; 57,3%; and 13,4%. While simultaneously (Cash ratio, Debt to Total Asset (DTA), Asset Growth, Size, and Return on asset (ROA)) proof significantly influent DPR in BEJ in the level less than 5%. Predictable of the five variables toward DPR is 65,8% as indicated by adjusted R square that is 65,8% while the rest 34,2% is affected by other factors is not included into the study model.

Keywords: Cash ratio, Debt to Total Asset (DTA), Asset Growth, Size, return on asset (ROA), and Dividend Payout Ratio (DPR)

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Cash ratio, Debt to total asset (DTA), Asset Growth, Size, dan return on asset (ROA), terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang *listed* di BEJ periode 2002-2005.

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta; (2) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2002-2005 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2002-2005. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2006). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 41 perusahaan dari 330 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa variabel *cash ratio* dan DTA secara parsial signifikan terhadap DPR perusahaan di BEJ periode 2002-2005 pada *level of significance* kurang dari 5% (masing-masing sebesar 0,1%, dan 3,9%). Sementara variabel *growth*, size dan ROA menunjukkan hasil yang tidak signifikan berpengaruh terhadap DPR perusahaan di BEJ periode 2002-2005 pada *level of significance* diatas dari 5% sebesar 65,1%; 57,3%; dan 13,4%. Sedangkan secara bersama-sama (Cash ratio, Debt to total asset (DTA), Asset Growth, Size, dan return on asset (ROA)) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DPR perusahaan di BEJ pada level kurang dari 5%. Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap DPR sebesar 65,8% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 65,8% sedangkan sisanya 34,2% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata Kunci: Cash ratio, Debt to Total Asset (DTA), Growth, Size, return on asset (ROA), dan Dividend Payout Ratio (DPR)

MOTTO :

*Sungguh utama untuk memberi bila diminta,
namun lebih utama lagi adalah memberi tanpa diminta,
karena dorongan pengertian” (Kahlil Gibran)*

Persembahan:

*Buat Ibu terkasih,
Kakak dan adikku tersayang
Atas dorongan semangat yang luar biasa,
Dengan segala do'a yang tidak pernah kering,
Dan juga segenap upaya yang telah dicurahkan untukku
Sehingga tercapai sedikit dari apa yang engkau harapkan.*

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadiran Tuhan YME atas karunia dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, Khususnya dalam penyusunan laporan penelitian ini. Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H Sugeng Wahyudi, MM, selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian dan tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
2. Bapak Drs. H Prasetiono, MSi, selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.

4. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Orang tua yang saya hormati, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
6. Teman-teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan YME berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 09 November 2007

RB Atok Risaptoko

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Sertifikasi.....	ii
Halaman Pengesahan Tesis.....	iii
Abstract	iv
Abstrak	v
Motto.....	vi
Kata Pengantar	vii
Daftar Tabel	xi
Daftar Gambar.....	xii
Daftar Lampiran.....	xiii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Perumusan Masalah	6
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian	8
BAB II TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN	
2.1. Telaah Pustaka	10
2.2. Penelitian Terdahulu	28
2.3. Posisi Penelitian	37
2.4. Variabel Penelitian dan Dukungan Empiris.....	38
2.5. Kerangka Pemikiran.....	40
2.6. Perumusan Hipotesis.....	41

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data.....	42
3.2. Populasi dan Sampel Penelitian.....	42
3.3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	43
3.4. Teknik Analisis Data.....	45
3.5. Perumusan Model.....	46
3.6. Pengujian Asumsi Klasik.....	46
3.7. Pengujian Hipotesis.....	49

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif.....	52
4.2. Hasil Analisis dan Pembahasan.....	55

BAB V SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan.....	72
5.2. Implikasi Teoritis.....	73
5.3. Implikasi Kebijakan.....	73
5.4. Keterbatasan Penelitian.....	75
5.5. Agenda Penelitian Mendatang.....	75

Daftar Referensi.....	76
-----------------------	----

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1. Rata-rata ROA, Cash Ratio, DTA, Pertumbuhan Aset, dan Ukuran Perusahaan Yang Sahamnya Ikut Dimiliki Manajemen di BEJ Periode Tahun 2003-2005	4
Tabel 1.2. Rata-rata ROA, Cash Ratio, DTA, Pertumbuhan Aset, dan Ukuran Perusahaan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen di BEJ Periode Tahun 2003-2005	4
Tabel 2.1. Ringkasan Penelitian Terdahulu	35
Tabel 2.2. Variabel-variabel Independen Yang Digunakan Peneliti Terdahulu	40
Tabel 3.1. Definisi Operasional Variabel	46
Tabel 4.1. Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten.....	54
Tabel 4.2. Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean dan Standar Deviasi.....	55
Tabel 4.3. Hasil Pengujian Normalitas	57
Tabel 4.4. Kolmogorov Smirnov (Data Ln).....	58
Tabel 4.5. Hasil Perhitungan VIF	60
Tabel 4.6. Hasil Uji Heteroskedastisitas	61
Tabel 4.7. Hasil Uji Autokorelasi	63
Tabel 4.8. Hasil Perhitungan Regresi Simultan	64
Tabel 4.9. Hasil Perhitungan Regresi Parsial.....	65
Tabel 4.10. Residual Perusahaan Sahamnya Ikut Dimiliki Oleh Manajemen	69
Tabel 4.11. Residual Perusahaan Sahamnya Tidak Dimiliki Oleh Manajemen	70
Tabel 4.12. Residual Perusahaan Sahamnya Ikut Dimiliki Oleh Manajemen dan Perusahaan Sahamnya Tidak Dimiliki Oleh Manajemen	70

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1. Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Dividend Payout Ratio	41
Gambar 4.1. Gambar Histogram	57
Gambar 4.2. Gambar Histogram (Transform Ln)	59
Gambar 4.3. Grafik Scaterplot	62

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Kinerja Keuangan Perusahaan

Lampiran 2. Data Input SPSS

Lampiran 3. Data Output SPSS

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tujuan investor menanamkan dana ke dalam suatu perusahaan adalah untuk memperoleh pengembalian investasi, baik berupa dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain/capital loss*). Investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil karena dengan stabilitas dividen tersebut dapat meningkatkan kepercayaan terhadap perusahaan, sehingga mengurangi unsur ketidakpastian dalam investasi (Ang, 1997).

Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat besar, baik bagi investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividen-nya. Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi, harus menyediakan modal yang cukup untuk mendukung pertumbuhannya secara terus menerus, sehingga dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Di lain pihak perusahaan juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Saxena (1999), mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan, antara lain: Pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan.

Jensen *et al.*, (1992) menghubungkan interaksi antara *dividen payout ratio* dan kepemilikan saham manajemen. Untuk menunjukkan ketidaksimetrisan informasi (*asymmetric information*) antara pemilik dan investor luar. Jensen *et al.*, (1992) menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan *kepemilikan saham manajemen* memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. *Dividen payout ratio* perusahaan juga sangat dipengaruhi oleh keputusan dari pemilik dengan tujuan-tujuan tertentu.

Penelitian sebelumnya memperlihatkan bahwa perusahaan berusaha untuk mengikuti *dividen payout ratio* yang stabil dan membayarkan suatu porsi tertentu dari pendapatan sebagai dividen (Lintner, 1956) dalam Brigham (1983). Studi empirik yang dilakukan Lintner (1956) dalam Brigham (1983) juga menemukan bahwa perusahaan menentukan besarnya *dividend payout ratio* yang disesuaikan sehubungan dengan target *dividend payout ratio* itu sendiri sehingga perusahaan dapat menjaga dan mempertahankan modal investasinya serta mampu mencapai target pertumbuhan jangka panjang. Lintner juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividen payout ratio* yang stabil.

Baker *et al.* (1985) dalam Jensen *et al.* (1992), menyimpulkan bahwa para manajer memberikan perhatian pada stabilitas dividen dalam proses keputusan *dividen payout ratio*. *Dividen payout ratio* suatu perusahaan akan memperlihatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan para pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung kepada

kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan.

Dividen payout ratio atau kebijakan dividen pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Sharaks, 2005). Miller dan Modigliani (1961) dalam Sunarto dan Kartika (2003), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar.

Penelitian ini membandingkan *dividen payout ratio* pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan yang tidak dimiliki oleh manajemen. Hal ini dikarenakan *dividen payout ratio* yang diputuskan oleh pihak manajemen sering menimbulkan konflik terutama dengan para pemegang saham. Konflik tersebut muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik (pemegang saham). Pada dasarnya perusahaan didirikan untuk mencapai tujuan utama yaitu meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham. Sementara para manajer yang mengelola perusahaan mempunyai kepentingan terhadap kemakmuran individu, pemenuhan gaya hidup, peningkatan prestasi individu dan kenaikan kompensasi yang akan diterima. Oleh karena itu pada penelitian ini akan menguji apakah ada perbedaan dalam menentukan *dividen payout ratio* antara perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen, sehingga perlu

dilakukan penelitian lebih lanjut yang berkaitan dengan *research gap* dengan judul “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *dividen payout ratio* (Studi Pada Perusahaan yang listed di Bursa Efek Jakarta periode Tahun 2002-2005). Dengan membandingkan pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen.”

Data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: ROA, Cash Ratio, DTA, Pertumbuhan Asset, dan Ukuran perusahaan selama tahun 2003-2005 secara rata-rata dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1:
Rata-rata ROA, Cash Ratio, DTA, Pertumbuhan Asset, dan Ukuran Perusahaan Yang Sahamnya Ikut Dimiliki Oleh Manajemen di BEJ Periode Tahun 2003-2005

No	Variabel (satuan)	2003	2004	2005
1	ROA (%)	0,50	0,59	0,61
2	Cash Ratio (%)	1,09	1,16	1,16
3	DTA (%)	0,64	0,51	0,49
4	Pertumbuhan Asset (%)	0,28	0,32	0,33
5	Ukuran Perusahaan (%)	0,42	0,81	0,87
6	DPR (%)	0,41	0,51	0,59

Sumber: ICMD 2006

Tabel 1.2:
Rata-rata ROA, Cash Ratio, DTA, Pertumbuhan Asset, dan Ukuran Perusahaan Yang Tidak Dimiliki Oleh Manajemen di BEJ Periode Tahun 2003-2005

No	Variabel (satuan)	2003	2004	2005
1	ROA (%)	0,62	0,53	0,51
2	Cash Ratio (%)	1,15	1,23	1,27
3	DTA (%)	1,09	1,31	1,27

4	Pertumbuhan Asset (%)	0,05	0,08	0,11
5	Ukuran Perusahaan (%)	0,83	0,76	0,71
6	DPR (%)	0,31	0,27	0,24

Sumber: ICMD 2006

Berdasarkan Tabel 1.1 dan Tabel 1.2 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata DPR per tahun dari tahun 2003-2005 pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen menunjukkan trend yang meningkat, dimana pada tahun 2003 sebesar 0,41, pada tahun 2004 sebesar 0,56, dan pada tahun 2005 sebesar 0,59 sementara DPR pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen menunjukkan perkembangan yang menurun, dimana besarnya DPR pada tahun 2003 menurun menjadi 0,31, pada tahun 2004 menurun lagi menjadi 0,27, dan pada tahun 2005 menjadi sebesar 0,24, Hal tersebut mengindikasikan bahwa pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen mempunyai kecenderungan untuk membagikan dividen, dapat dilihat dari besarnya DPR yang terus meningkat dari tahun 2003-2005. Sementara pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen mempunyai kecenderungan untuk menurunkan dividen, yang tercermin melalui besarnya DPR yang cenderung menurun dari tahun 2003-2005.

Berdasarkan uraian tersebut di atas, penelitian ini memperluas hasil penelitian terdahulu dengan menguji apakah ada perbedaan cash ratio (Sutrisno,1999; Sunarto dan Kartika, 2003), *Debt to total asset* (DTA) (Jensen et al., 1992; dan Nugrahini, 2002; Chang dan Rhee, 1990; dan Sutrisno, 1999), *Growth* (Chang dan Rhee, 1990; Jensen et al., 1992, Nugrahini, 2002, dan Hatta, 2002), *Size* (Jensen et al., 1992; Nugrahini, 2002, dan Hatta, 2002), dan *Return on*

asset (ROA) (Jensen et al., 1992; Sutrisno, 1999, dan Sunarto dan Kartika, 2003) dalam mempengaruhi *dividen payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen. Berdasarkan penelitian Bagnani et al (1994) dapat disimpulkan semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen maka tingkat keuntungan perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu penelitian ini dikembangkan dengan menguji beda pengaruh antara perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen dalam menentukan *dividen payout ratio*.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DPR yaitu: (1) *Cash Ratio* dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR pada perusahaan yang *listed* di BEJ periode 1991-1996 (Sutrisno, 1999), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003) yang tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas *cash ratio* terhadap DPR, (2) *Debt to total asset* (DTA) dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Nugrahini, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Sutrisno (1999) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DTA terhadap DPR, (3) *Growth* dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Chang dan Rhee, 1990; Jensen et al., 1992 dan Nugrahini, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif *Growth* terhadap DPR, (4) *Size* dinyatakan

tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Nugrahini, 2002, dan Hatta, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Harjono (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif *Size* terhadap DPR, dan (5) *Return on asset* (ROA) dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Sutrisno, 1999, dan Sunarto dan Kartika, 2003), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Widodo (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Berdasarkan data-data tersebut di atas, maka terjadi perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan oleh peneliti terdahulu (Crusthley dan Hansen, 1989; Chang dan Rhee, 1990; Jensen et al., 1992; Sutrisno, 1999; Mollah, 2000; Nugrahini, 2002; Sunarto dan Kartika, 2002; dan Hatta, 2002) mengenai pengaruh (1) *Cash Ratio*, (2) *Debt to Total Asset* (DTA), (3) *Growth*, (4) *Size*, dan (5) *Return on Asset* (ROA) terhadap DPR sehingga hasil-hasil penelitian tersebut belum dapat digeneralisasi dan perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi DPR, maka *research question* dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah *cash ratio* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
2. Apakah *debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
3. Apakah *growth* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
4. Apakah *size* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
5. Apakah *return on asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

6. Apakah ada perbedaan kelima variabel independen dalam mempengaruhi *dividend payout ratio* pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen?

1.3 Tujuan Dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Menganalisis pengaruh *cash ratio* terhadap *dividend payout ratio*.
2. Menganalisis pengaruh *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*.
3. Menganalisis apakah terdapat pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio*.
4. Menganalisis pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio*.
5. Menganalisis pengaruh *return on asset* terhadap *dividend payout ratio*.
6. Menganalisis perbedaan kelima variabel independen dalam mempengaruhi *dividend payout ratio* pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen

I. 1.3.2. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian yang diharapkan dari dilakukannya penelitian ini adalah:

1. Dapat menjadi bukti empiris dan memberikan kontribusi dalam memperkaya penelitian-penelitian sebelumnya.

2. Bagi para investor dan calon investor hasil temuan ini dapat menjadi masukan dalam mempertimbangkan pembuatan keputusan untuk membeli dan menjual saham sehubungan dengan harapannya terhadap dividen yang dibayarkan.
3. Bagi emiten hasil temuan ini diharapkan dapat menjadi pertimbangan dalam pembuatan keputusan terhadap *dividen payout ratio* agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Bagi para akademisi hasil studi ini diharapkan dapat memberikan masukan terhadap isu tentang faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, dan *dividen payout ratio*, khususnya pada perusahaan publik di Indonesia.
4. Hasil penelitian diharapkan dapat dipergunakan sebagai masukan atau bahan perbandingan bagi peneliti lain yang melakukan penelitian sejenis ataupun penelitian yang lebih luas.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1. Teori Kebijakan Dividen

Dividen payout ratio adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan (Robert Ang, 1997). Dari pengertian tersebut, *dividen payout ratio* didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi, dan kepentingan perusahaan disisi yang lain. *Dividen payout ratio* penting karena dua alasan, yaitu :

Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi harga saham.

Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan perusahaan yang saling bertolak belakang. Agar kedua kepentingan itu dapat terpenuhi secara optimal, manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati-hati dan teliti terhadap *dividen payout ratio* yang harus dipilih.

Secara umum tidak ada aturan umum yang secara universal dapat diterapkan pada keputusan pemegang saham dan manajemen tentang dividen. Hal terbaik yang dapat dikatakan adalah bahwa nilai dividen tergantung pada lingkungan pengambil keputusan. Oleh karena lingkungan tersebut berubah sewaktu-waktu, seorang manajer dihadapkan dengan tidak relevannya dividen pada waktu tertentu dan dalam waktu tertentu menjadi sesuatu yang utama atau penting.

Dari penelitian-penelitian terdahulu mengenai *dividen payout ratio*, dihasilkan beberapa teori yang sampai saat ini dijadikan sebagai referensi dan literatur untuk penelitian-penelitian selanjutnya. Pendapat dan teori tersebut digunakan sebagai pedoman dan acuan, teori mana yang relevan dan sesuai dengan kebijakan atau kondisi masing-masing perusahaan dan negara. Berikut ini dijelaskan beberapa teori tentang *dividen payout ratio* dan asumsi-asumsi yang mendasarinya: (Robert Ang, 1997)

1. Dividen tidak relevan (Modigliani dan Miller, 1961).

Menurut Modigliani dan Miller (MM) (1961), *dividen payout ratio* tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. MM menyatakan bahwa *dividen payout ratio* adalah tidak relevan, selanjutnya nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Untuk membuktikan teorinya MM mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- a. tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan,
- b. tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi,
- c. kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap *dividen payout ratio*,
- d. investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang,
- e. distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

2. Bird in the hand Theory (Gordon dan Lintner, 1956).

Salah satu asumsi dari teori MM menyatakan bahwa *dividen payout ratio* tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner (1956), tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Dengan kata lain, tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh *dividen payout ratio*. Pendapat Gordon dan Lintner, (1956) oleh MM diberi nama the *bird in the hand fallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh *dividen payout ratio* tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. Tax Preference Theory (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979).

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan

dengan pajak atas dividen karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

2.1.2. Hubungan antara *Dividend Payment* dan *Agency Cost*

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.* 1992). *Agency theory* muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan dimana-mana, khususnya pada perusahaan-perusahaan besar yang modern. Satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham, 1996). *Agency theory* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (*prinsipal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer, dan antara pemegang saham dengan kreditor. Potensi timbulnya masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya

berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Menurut Jensen dan Meckling (1976), perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara *dividen payout ratio* dan kepemilikan saham manajemen untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan kepemilikan saham manajemen memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Dengan demikian, menurut *agency theory*, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2.1.3. Prosedur Pembayaran Dividen

Pada umumnya perusahaan membayarkan dividen sekali dalam tiga bulan atau empat kali dalam satu tahun (*quarterly*). Dividen harus dapat ditetapkan oleh perusahaan pada tingkat atau rasio tertentu, sehingga perusahaan dapat berjalan secara kontiniu walaupun terjadi kesulitan dalam bidang finansial. Proyek perusahaan dalam mengantisipasi pendapatan dan rasio pembayaran jangka panjang yang diinginkan, investasi yang akan ditanamkan sebagai *retained*

earnings, dan penetapan tingkat pembayaran dividen harus dilakukan berdasarkan kemampuan perusahaan. Dividen yang direncanakan dengan tujuan jangka panjang disebut sebagai dividen reguler. Dalam hal lain, beberapa perusahaan membayarkan dividen ekstra pada akhir tahun setelah pendapatan perusahaan diketahui dan investasi yang dibutuhkan sudah ditetapkan.

Langkah-langkah atau prosedur pembayaran dividen adalah pengumuman emiten atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham, yang disebut juga dengan tanggal pengumuman dividen. Contoh: emiten melalui dewan direksi mengumumkan pembayaran dividen atas PT A pada tanggal 15 Februari 2006, dividen yang akan dibagikan adalah Rp 5.000,- per saham dan akan menjadi beban kepada semua pemegang saham yang dicatat pada 18 Maret 2006 (atau disebut sebagai *record date*). Pembayaran atas beban tersebut akan dilakukan lebih kurang satu bulan setelahnya atau tanggal 8 April 2006. Tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan dalam pembayaran dividen adalah sebagai berikut: (Ang, 1997)

a. Tanggal pengumuman (*declaration date*)

Tanggal pengumuman merupakan tanggal dimana secara resmi diumumkan oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang akan dilakukan. Pengumuman ini biasanya untuk pembagian dividen reguler. Isi pengumuman tersebut menyampaikan hal-hal yang dianggap penting yakni: tanggal pencatatan, tanggal pembayaran, dan besarnya dividen kas per lembar.

b. Tanggal pencatatan (*date of record*)

Pada tanggal ini perusahaan melakukan pencatatan nama-nama pemegang saham. Para pemilik saham yang terdaftar pada daftar pemegang saham tersebut diberikan hak, sedangkan pemegang saham yang tidak terdaftar pada tanggal pencatatan tidak diberikan hak untuk memperoleh dividen.

c. Tanggal *cum-dividend*

Tanggal *cum-dividend* merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak untuk mendapatkan dividen baik dividen tunai maupun dividen saham.

d. Tanggal *ex-dividend*

Tanggal dimana perdagangan saham tersebut sudah tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen. Jadi jika investor membeli saham pada tanggal ini atau sesudahnya, maka investor tersebut tidak dapat mendaftarkan namanya untuk mendapatkan dividen.

e. Tanggal pembayaran (*payment date*)

Tanggal ini merupakan saat pembayaran dividen oleh perusahaan kepada para pemegang saham yang telah mempunyai hak atas dividen. Jadi pada tanggal tersebut para investor sudah dapat mengambil dividen sesuai dengan bentuk dividen yang telah diumumkan oleh emiten (dividen tunai/dividen saham).

2.1.4. Pola Pembayaran Dividen

Keputusan mengenai *dividen payout ratio* adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Ada beberapa pola pembayaran dividen yang dapat dipilih sebagai alternatif *dividen payout ratio* perusahaan, yaitu: (Ang, 1997)

1. *Stable and Occasionally Increasing Dividend per-share.*

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang stabil, selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan kemampuan membayar dividen. Manajemen akan menaikkan dividen, jika ada keyakinan bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan. Hal ini dilandasi adanya psikologi pemegang saham, dimana bila dividen naik maka akan menaikkan juga harga saham dan sebaliknya.

2. *Stable Dividend per-share.*

Dasar pemikirannya adalah bahwa pasar mungkin akan menilai suatu saham lebih tinggi bila dividen yang diharapkan tetap stabil daripada bila dividen berfluktuasi. Perusahaan yang memilih cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap (*stable amount*) dari tahun ke tahun.

3. *Stable Pay Out Ratio.*

Dalam pola pembayaran dividen ini, jumlah dividen dihitung berdasar suatu prosentase tetap (*constant*) dari laba (*earnings*). Bila laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham-pun akan ikut berfluktuasi.

4. *Regular Dividend plus Extras.*

Dalam cara ini, dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang diyakini oleh manajemen mampu dipertahankan di masa mendatang tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investasi modal. Bila tambahan kas tersedia, perusahaan memberikan dividen ekstra (bonus) kepada pemegang saham. Pola ini mengakui bahwa dividen mempunyai kandungan informasi, sehingga

dengan pemberian dividen ekstra dapat menarik minat pemodal yang pada akhirnya akan dapat meningkatkan harga saham.

5. *Fluctuating Dividends and Payout Ratio.*

Dalam pola pembayaran ini besarnya dividen dan *payout ratio* disesuaikan dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan untuk setiap periode. Oleh karena itu, besar dividen dan *payout ratio* yang dibayarkan berfluktuasi mengikuti fluktuasi laba dan kebutuhan investasi.

2.1.5. Dividend Payout Ratio

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* diukur sebagai dividen 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 (Robert Ang.,1997) :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Dimana :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

Sementara itu Robert 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 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. *Dividen payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. *Dividend payout ratio* seringkali dikaitkan dengan signaling 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.

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 kemampuan masa depan perusahaan.

2.1.6. Faktor-faktor yang Berpengaruh pada *Dividend Payout Ratio*

Berbagai macam faktor dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan *dividen payout ratio*. Faktor-faktor yang mempengaruhi dividen seperti pajak, inflasi, biaya transaksi dan preferensi pribadi membuat pertanyaan tentang bernilai atau tidaknya dividen menjadi tidak mutlak. Ada situasi dimana

dividen tinggi disukai dan skenario lain dimana tidak adanya atau rendahnya dividen yang disukai. Dampak dari inflasi, efek klien dan isi informasi dari dividen memberikan kerangka untuk analisa pentingnya dividen. Masing-masing berguna untuk menjawab pertanyaan tentang nilai dividen dalam situasi tertentu. Penelitian ini akan memfokuskan pada faktor-faktor yang paling berpengaruh pada penetapan *dividen payout ratio* yang antara lain adalah : Cash Ratio, DTA, Asset Growth, Size, dan ROA (Brigham, 1983)

2.1.5.1. Cash Ratio

Cash ratio merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi (membayar) kewajiban jangka pendeknya. (Brigham, 1983). Dengan semakin meningkatnya *cash ratio* juga dapat meningkatkan keyakinan para investor untuk membayar dividen yang diharapkan oleh investor.

Secara matematis cash ratio dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Equivalent}}{\text{Current Liability}}$$

Kas dan equivalennya dalam persamaan tersebut menunjukkan besarnya kas dan setara kas (giro dan simpanan lain yang pengambilannya tidak dibatasi oleh waktu) yang tercermin dalam neraca (sisi *assets/ current assets*). Sedangkan *current liability* menunjukkan jumlah kewajiban jangka pendek perusahaan yang tercermin dalam neraca (sisi *liability/ current liability*).

Mollah et al., (2000) menunjukkan bahwa posisi *cash ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam *dividen payout ratio*. Namun posisi *cash ratio* menunjukkan variabel yang lebih penting daripada investasi dalam pengambilan keputusan dividen. Perusahaan yang menunjukkan kendala pembayaran (kekurangan likuiditas) mengarahkan manajemen untuk membatasi pertumbuhan dividen (Sharaks, 2005). Dengan kata lain, meningkatnya posisi *cash ratio* juga akan meningkatkan pembayaran dividen.

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh positif *cash ratio* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.5.2. Debt to Total Asset (DTA)

Debt to total assets merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) dan hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar (*current assets*) maupun aktiva tetap (*fixed assets*) dan aktiva lainnya (*other assets*).

Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin

besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DTA (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun). Secara matematis DTA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DTA = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$$

Semakin meningkatnya rasio hutang (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun). Chang dan Rhee (1990) dan Sutrisno (1999) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *Debt Ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen. Namun berdasarkan teori trade off

model dan balancing theory, hutang dibenarkan kalau laba lebih besar dari pada beban pembayaran bunga hutang.

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut:

H2: Terdapat pengaruh negatif *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.5.3. Asset Growth

Pertumbuhan perusahaan yang tinggi lebih disukai untuk mengambil keuntungan pada investasi yang memiliki prospek yang baik (Gaver , 1993). Pada teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen ((1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value* (NPV) yang positif. Saxena (1999) juga menyatakan bahwa *dividen payout ratio* sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, dalam penelitiannya Saxena menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai sebuah tanda mekanisme keuangan yang dicerminkan kinerja perusahaan kepada pihak luar sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan dari perusahaan. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur modal.

Dalam penelitian ini growth diukur dengan pertumbuhan asset, dimana Asset menunjukkan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasional perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan

semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditor) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).

Hasil penelitian yang menghubungkan antara pertumbuhan assets dengan *dividen payout ratio* dilakukan oleh Hata (2002) yang menunjukkan hasil yang tidak signifikan mempengaruhi *dividen payout ratio*. Hal ini kontradiktif dengan teori dari John Litner (1956) yang menyatakan bahwa penentuan besarnya *Dividend Payout Ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya murah. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi pertumbuhan asset maka semakin tinggi pendanaan internal yang dapat mengurangi laba sehingga DPR semakin kecil.

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

H3: Terdapat pengaruh negatif asset *growth* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.5.4. Size

Ukuran perusahaan merupakan suatu faktor yang penting bukan hanya sebagai proksi pada biaya keagenan (dimana dapat diharapkan lebih tinggi pada perusahaan dengan ukuran yang lebih besar) tetapi juga disebabkan biaya transaksi yang berhubungan dengan penerbitan saham sehubungan dengan ukuran perusahaan (Smith, 1977). Bagaimanapun (Smith dan Watts, 1992)

menunjukkan, dasar teori pada pengaruh dari ukuran (*size*) terhadap *dividen payout ratio* sangat kuat. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif (Cleary, 1999). Dalam penelitian ini ukuran perusahaan diproxy melalui net sales (Harjono, 2002), hal ini dikarenakan net sales mencerminkan besar kecilnya perusahaan dalam melakukan strategi ekspansinya.

Suatu perusahaan besar dan mapan akan mudah untuk menuju ke pasar modal. Karena kemudahan untuk berhubungan dengan pasar modal maka berarti fleksibilitas lebih besar dan perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil sehingga dapat disimpulkan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap DPR (Chang dan Rhee, 1990; dan Harjono, 2002).

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan hipotesis keempat sebagai berikut:

H4: Terdapat pengaruh positif *size* terhadap *dividend payout ratio*

2.1.5.5. Return on Asset

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan

pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai *dividend*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Atribut profitabilitas ini diwakili oleh tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total assets (Chang dan Rhee, 1990).

Return on asset diukur dari profitabilitas/ laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasinya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Partington (1989) dan Widodo (2002) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam *dividen payout ratio*. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya ROA juga akan meningkatkan pendapatan dividen.

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan hipotesis kelima sebagai berikut:

H5: Terdapat pengaruh positif ROA terhadap *dividend payout ratio*

2.1.6. Perbedaan Pengaruh Dari Variabel Independen Terhadap DPR Antara Perusahaan Yang Sahamnya dimiliki Manajemen Dan Perusahaan yang Sahamnya Tidak dimiliki Manajemen

Berdasarkan penelitian dari Bagnani et al (1994) yang membedakan insider ownership perusahaan menjadi 3, dimana manajemen perusahaan yang mempunyai kepemilikan saham diatas 25% masuk dalam kategori Big Insider Ownership, yang mempunyai 5-25% masuk dalam kategori Middle Insider Ownership sedangkan yang mempunyai kepemilikan saham lebih kecil dari 5% masuk dalam kategori Small Insider Ownership. Hasil penelitian Bagnani et al (1994) menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan oleh manajemen sebesar kurang dari 5% tidak menunjukkan hasil yang signifikan terhadap abnormal return, kepemilikan saham oleh manajemen sebesar antara 5% sampai dengan 25% berpengaruh signifikan negatif terhadap abnormal return sedangkan kepemilikan saham oleh manajemen lebih besar dari 25% berpengaruh signifikan positif terhadap abnormal return. Berdasarkan penelitian Bagnani et al (1994) dapat disimpulkan semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen maka tingkat keuntungan perusahaan juga meningkat, sehingga dapat dirumuskan menjadi hipotesis keenam (H6) sebagai berikut:

H6 : Terdapat perbedaan kelima variabel independen dalam mempengaruhi *dividend payout ratio* pada perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen

2.2. Penelitian Terdahulu

Crutchley dan Hansen (1989) melakukan penelitian dengan mendasarkan pada 3 keputusan keuangan yakni kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend*. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa rasio pembayaran *dividen* suatu perusahaan dipengaruhi oleh 5 karakteristik yang spesifik dari perusahaan itu sendiri yakni *diversification loss*, *standart deviation of return*, *firm size*, *non debt tax shield* dan *advertising, research & development*. Dalam penelitiannya, Crutchley dan Hansen mengemukakan bahwa kelima karakteristik perusahaan tersebut memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend* dengan meminimalkan *agency cost*.

Chang dan Rhee (1990), meneliti 508 perusahaan dengan menggunakan lima variabel yang terdiri dari: *Growth potential*, *Earning variability*, *Nondebt Tax shields*, *Firm size* dan *Profitability* selama 19 tahun pada periode 1969 – 1987. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee ini menemukan bahwa pada variabel *growth potential* mengemukakan bahwa *estimation coefficient* pada variabel *growth* tidak selalu signifikan tetapi selalu berpengaruh negatif pada pembayaran dividen. Observasi ini mendukung hipotesis yang mana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih menyukai rasio pembayaran dividen yang rendah atau *dividend yield* yang rendah. Variabel *size* menunjukkan pengaruh positif pada *dividend payout ratio* atau *dividend yield*. *Earning variability* menunjukkan hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. *Nondebt tax shields* menunjukkan pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Dengan menggunakan model regresi diperoleh hasil ; koefisien positif pada *nondebt tax shields* mengindikasikan bahwa semakin besar *nondebt tax shields* maka semakin

tinggi *debt ratio*. Hasil ini bertentangan dengan DeAngelo dan Masulis (1980) dengan hipotesis *tax shields*-nya dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Boquist dan Moore (1984), Bowen, Daley, dan Huber (1982), dan Bradley *et al.*(1984)

Jensen, *et al* (1992) melakukan penelitian tentang hubungan antara kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividen* dengan menggunakan analisa *least square* 3 tahap. Hasil dari penelitian ini mendukung proposisi bahwa kebijakan–kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend* mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus kebijakan kepemilikan saham manajemen memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat *debt* dan *dividend*. Kepemilikan saham manajemen sendiri mempunyai hubungan dengan variabel yang mewakili keuntungan yang didapat dari potensi kontrol dalam perusahaan. Kontribusi dari penelitian ini adalah bahwa kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend* yang dikaitkan dengan karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi.

Penelitian yang dilakukan oleh Mollah *et al*, (1998) pada perusahaan non-finansial yang terdaftar di Dhaka *Stock Exchange* selama periode tahun 1988 – 1997. Sampel yang diperoleh sebanyak 153 perusahaan, variabel dependen dalam penelitian yang dilakukan oleh Mollah *et al.* adalah *dividend payout ratio* (DPR) sedangkan yang menjadi variabel independen adalah : kepemilikan saham manajemen, *Dispersion of Ownership*, *Free Cashflow* dan *Colleterizable Assets*. Variabel kepemilikan saham manajemen atau rasio kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer, direktur atau pemilik perusahaan, pemilihan variabel

kepemilikan saham manajemen ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), Jensen *et al* (1992), dan Saxena (1999), memiliki pengaruh negatif pada *dividend payout ratio*. *Dispersion of ownership* atau jumlah kepemilikan saham biasa yang ada mempunyai hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Penggunaan variabel *dispersion of ownership* ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Holder *et al.* (1998), Jensen *et al.* (1992). *Free cashflow*, Jensen (1986), Variabel kas memiliki hubungan yang positif terhadap *dividend payout ratio*, dimana jika terdapat kelebihan kas yang besar maka diyakini pembayaran dividen kepada pemegang saham akan lebih besar pula. *Collateralizable Assets*, Rasio aktiva tetap pada aktiva total dipertimbangkan sebagai *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan dan memiliki hubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Variabel ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Alli *et al.* (1993).

Saxena (1999) mengemukakan bahwa isu tentang dividen menjadi sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, peneliti menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan.

Menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham hanya jika perusahaan tersebut sudah tidak mempunyai kesempatan melakukan suatu investasi yang menguntungkan, dalam hal ini *net present value* yang positif. Studi yang dilakukan oleh Saxena (1999) meneliti

tentang faktor-faktor yang berpengaruh pada kebijakan perusahaan. Data dari penelitian yang dilakukan oleh Saxena (1999) ditemukan sampel sebanyak 333 perusahaan yang diambil berdasarkan kriteria tertentu dari edisi 1 – 10 yang bersumber pada *Value Line Investment Survey* tanggal 22 Desember 1989 sampai dengan 16 Maret 1990. Jumlah perusahaan yang menjadi populasi pada pengamatan pertama terdiri dari 500 perusahaan, dari populasi yang ada terdapat beberapa observasi tidak memiliki informasi yang lengkap ataupun variabel yang akan diteliti. Selain menggunakan data pada tahun yang sama, studi yang dilakukan Saxena menggunakan data lebih kurang selama 10 tahun setelah penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Saxena (1999) adalah pertumbuhan perusahaan (*growth*), *beta coefficient* perusahaan, jumlah pemegang saham biasa (*number of common stockholders*) pada perusahaan, kepemilikan manajemen (manajer, direktur dan eksekutif lainnya di perusahaan), dan *investment opportunity set* (rasio antara nilai pasar pada nilai buku perusahaan) Hasil dari penelitian ini menunjukkan variabel *growth*, *beta coefficient*, *investment opportunity set*, dan kepemilikan saham manajemen berhubungan negatif pada *payout ratio* dan jumlah pemegang saham biasa memiliki hubungan positif terhadap *payout ratio*.

Sutrisno (1999) melakukan penelitian dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, model *Analysis of Moment Structure* (AMOS) digunakan untuk menguji tujuh variabel secara simultan yang diduga mempengaruhi DPR, yaitu: posisi kas, potensi pertumbuhan, size perusahaan, rasio

hutang dan modal, profitabilitas, holding, dan DPR. Dengan menggunakan sampel dari perusahaan go publik selama periode 1991-1996, diperoleh sebanyak 148 observasi., hasil studi ini secara umum menunjukkan bahwa tidak semua faktor yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Dari ketujuh variabel independen yang diduga mempengaruhi DPR, hanya kelompok *assets* saja yang berpengaruh signifikan terhadap DPR, sedangkan kelompok *earnings* kurang berpengaruh signifikan. Secara umum variabel independen posisi kas (*cash position*) dan *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan variabel yang lainnya tidak cukup signifikan. Hasil studi ini mendukung teori keuangan, terutama yang berhubungan dengan kebijakan terhadap keputusan pembayaran *dividend*. Secara parsial posisi kas berhubungan secara positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi posisi kas suatu perusahaan akan semakin tinggi pula kemampuannya untuk membayarkan *dividend*. Hasil ini juga mendukung teori-teori yang mendasarinya yang telah dikaji dalam telaah literatur sebelumnya. Variabel *debt to equity ratio* (DER) secara parsial juga berhubungan secara negatif signifikan terhadap DPR. Penelitian yang dihasilkan oleh Sutrisno ini juga mendukung Chang dan Rhee (1990) dan teori-teori yang mendasarinya yang telah dikaji dalam telaah literatur sebelumnya.

Nugrahaini (2002) meneliti tentang adanya hubungan yang interdependensi antara kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend*. Data penelitian yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang memiliki variabel eksogen yakni RISK (resiko bisnis), PROFIT (profitability), GROWTH (tingkat

pertumbuhan penjualan), FIX ASS (aktiva tetap), dan SIZE (ukuran perusahaan). Sedangkan variabel endogen dari model penelitian tersebut adalah MANAJEMEN (kepemilikan saham manajemen), DEBT (debt), dan DIVIDEND (dividend). Penelitian yang dilakukan oleh Nugrhaini menganalisa data perusahaan *cross-sectional time series* tahun 1997, 1998, 1999. Setiap perusahaan yang diikuti dalam penelitian adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang memiliki data keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian, terkecuali perusahaan yang bergerak di sektor keuangan, seperti perbankan dan asuransi, serta perusahaan BUMN.

Hasil penelitian Nugrahaini (2002) mendukung penelitian Jensen, *et al* (1992) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kebijakan Kepemilikan saham manajemen, *Debt* dan *Dividend*. Akan tetapi pada penelitian ini terdapat satu variabel yaitu debt yang tidak signifikan. Sedang untuk efek-efek dari karakteristik-karakteristik “riil” perusahaan menunjukkan bahwa tidak satu variabelpun berhubungan secara signifikan. Akan tetapi meskipun tidak signifikan, masing-masing tanda dari variabel-variabel tersebut adalah sudah sesuai dengan apriori dari penelitian terdahulu (Jensen *et al*, 1992). Sehingga perilaku model dari hasil estimasi tersebut masih dapat dipakai *magnitude* atau perilaku *intuitive*-nya.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan asset, kepemilikan saham manajemen, free cash flow dan Ukuran perusahaan terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan asset yang berpengaruh signifikan terhadap DPR pada perusahaan manufaktur yang

listed di BEJ periode 1993-1999, sementara ketiga variabel lainnya yaitu kepemilikan saham manajemen, free cash flow dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

Sunarto dan Kartika (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh cash ratio, current ratio, DTA, ROI dan EPS terhadap Dividen kas pada 34 perusahaan yang listed di BEJ periode 1999-2000, dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya EPS yang berpengaruh signifikan terhadap dividen kas sementara empat variabel independen lainnya yaitu: cash ratio, current ratio, DTA, dan ROI tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan

Berdasarkan uraian hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut, dapat diringkas dalam Tabel 2.1 berikut:

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
1	Crutchley and Hansen (1989)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Managerial Ownership</i> ▪ <i>Leverage</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ <i>Diversification loss,</i> ▪ <i>Standard deviation of return,</i> ▪ <i>Firm size,</i> ▪ <i>Non debt tax shield</i> ▪ <i>Advertising, R&D</i> 	Ordinary Least Square (OLS)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rasio pembayaran dividen suatu perusahaan dipengaruhi oleh 5 karakteristik spesifik perusahaan, yaitu <i>diversification loss, standard deviation of return, firm size, non debt tax shield,</i> <i>advertising</i> dan R&D ▪ Kelima karakteristik diatas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan kepemilikan saham manajemen, <i>debt</i> dan dividen dengan

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
				meminimalkan <i>agency cost</i> .
2	Chang dan Rhee (1990)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Earning variability</i> ▪ <i>Nondebt Tax shields</i> ▪ <i>Firm size</i> ▪ <i>Profitability</i> 	Regresi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Growth</i> pada penelitian ini tidak signifikan tetapi tetap berpengaruh negatif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>Earning variability, Nondebt tax shields, firm size</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i>
3	Jensen, et al (1992)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Debt</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ Kepemilikan saham manajemen ▪ <i>Business Risk</i> ▪ <i>Profitability</i> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Divisions</i> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>Fixed Asset</i> 	Ordinary Least Square (OLS)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bahwa kebijakan kepemilikan saham manajemen, <i>debt</i> dan <i>dividend</i> yang dikaitkan dengan karakteristik – karakteristik perusahaan mempunyai hubungan yang interdependensi
4	Saxena (1999)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Beta coefficient</i> ▪ <i>Number of common stockholders</i> ▪ <i>Insider</i> ▪ <i>Investment opportunity set</i> 	Regresi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Growth, Beta coefficient, Manajemendan Investment opportunity set</i> berpengaruh negatif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>number of common stockholder</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i>
5	Sutrisno (1999)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Cash Position</i> ▪ <i>Growth Potential</i> ▪ <i>Firm Size</i> ▪ <i>Debt to Equity</i> ▪ <i>Profitability</i> ▪ <i>Dividend Payout Ratio</i> 	LISREL/AMOS	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel independen <i>Cash Position</i> dan <i>Debt to Equity Ratio</i> berpengaruh signifikan terhadap DPR. Hal ini disebabkan karena penentu <i>dividen payout ratio</i> secara teoritis

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
				<p>sangat erat berhubungan dengan posisi kasperusahaan, jumlah kewajiban, dan besarnya laba ditahan.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Studi ini mendukung teori keuangan, terutama yang berhubungan dengan kebijakan terhadap keputusan pembayaran <i>dividend</i>.
6	Mollah (2000)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kepemilikan saham manajemen ▪ <i>Dispersion of Ownership</i> ▪ <i>Free Cash Flow</i> ▪ <i>Collateralizable Assets</i> 	Ordinary Least Square (OLS)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tidak ada pengaruh hubungan antara <i>agency cost</i> dengan <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel kepemilikan saham manajemen berpengaruh negatif dan <i>dispersion of ownership</i> yang diwakili oleh jumlah pemegang saham biasa berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Variabel <i>collateralizable assets</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i> ▪ Studi ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Titman dan Wessel (1988) dan Alli <i>et al.</i> (1993)
7	Nugrahaini (2002)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kepemilikan saham manajemen ▪ <i>Debt</i> ▪ <i>Dividend</i> ▪ <i>Business Risk</i> 	Ordinary Least Square (OLS)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kebijakan Kepemilikan saham manajemen, <i>Debt</i> dan <i>Dividend</i>.

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
		<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Profit</i> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>Fixed Asset</i> 		<ul style="list-style-type: none"> ▪ Efek-efek dari karakteristik-karakteristik “riil” perusahaan menunjukkan bahwa tidak satu variabelpun berhubungan secara signifikan
8	Hatta (2002)	pertumbuhan asset, kepemilikan saham manajemen, free cash flow dan Ukuran perusahaan	Refressi	Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan asset yang berpengaruh signifikan terhadap DPR sementara ketiga variabel lainnya yaitu kepemilikan saham manajemen, free cash flow dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.
9	Sunarto dan Kartika (2003)	cash ratio, current ratio, DTA, ROI dan EPS	Regressi	Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya EPS yang berpengaruh signifikan terhadap dividen kas sementara empat variabel independen lainnya yaitu: cash ratio, current ratio, DTA, dan ROI tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan.

Sumber : berbagai jurnal dan tesis

2.3. Posisi Penelitian

Berdasarkan penelitian – penelitian terdahulu diatas, maka penelitian ini mengacu pada penelitian Sunarto dan Kartika (2003). Dengan persamaan antara lain variabel-variabel yang akan digunakan seperti cash ratio, DTA dan ROA. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian Sunarto dan Kartika (2003) adalah pada penggunaan variabel dependennya, dimana

penelitian Sunarto dan Kartika (2003) menggunakan dividen kas saja sedangkan penelitian ini memfokuskan pada *dividen payout ratio* yang diukur melalui *dividen payout ratio* (DPR).

Penelitian ini menambahkan uji beda yang berbeda dengan penelitian sebelumnya, dengan menguji pada perusahaan manufaktur yang sebagian sahamnya dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen, hal ini disebabkan karena pengaruh kepemilikan saham manajemen (kepemilikan oleh *insider*) sangat besar pengaruhnya pada penetapan *dividen payout ratio* perusahaan. Kepemilikan oleh manajemen adalah kepemilikan oleh manajer, keluarga atau kerabat yang juga menjadi pemilik perusahaan. Kepemilikan saham manajemen sangat berpengaruh kepada keputusan manajemen karena pemilik biasanya lebih suka menginvestasikan labanya untuk mengharapkan pertumbuhan dan kelangsungan hidup perusahaan. Jika dilihat dari sisi pemegang saham, laba yang diperoleh perusahaan diharapkan dapat dibagi dan didistribusikan sebagai dividen. Hal inilah yang menjadi pertimbangan mengapa dalam *dividen payout ratio* faktor kepemilikan sangat berpengaruh.

2.4. Variabel Penelitian dan Dukungan Empiris

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DPR yaitu: (1) *Cash Ratio* dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR pada perusahaan yang *listed* di BEJ periode 1991-1996 (Sutrisno, 1999), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003) yang tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas *cash ratio* terhadap DPR, (2) *Debt to total asset*

(DTA) dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Nugrahini, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Sutrisno (1999) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DTA terhadap DPR, (3) *Growth* dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Chang dan Rhee, 1990; Jensen et al., 1992 dan Nugrahini, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif *Growth* terhadap DPR, (4) *Size* dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Nugrahini, 2002, dan Hatta, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Harjono (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif *Size* terhadap DPR, dan (5) *Return on asset* (ROA) dinyatakan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Sutrisno, 1999, dan Sunarto dan Kartika, 2003), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Widodo (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Berdasar Tabel 2.2 dapat dilihat penggunaan variabel-variabel independen oleh peneliti terdahulu.

Tabel 2.2:
Variabel-variabel Independen Yang Digunakan Peneliti Terdahulu

No	Nama Peneliti	Cash ratio	DTA	Growth	Size	ROA
1	Chang dan Rhee	-	-	√	√	√
2	Crutchley dan Hansen	-	√	-	√	-
3	Jensen et al	-	√	√	√	√
4	Mollah	√	-	-	-	-

5	Nugrahaini	-	√	√	√	√
6	Saxena	-	-	√	-	-
7	Sutrisno	√	√	√	√	√
8	Hatta	-	-	√	√	-
9	Sunarto dan Kartika	√	√	-	-	√

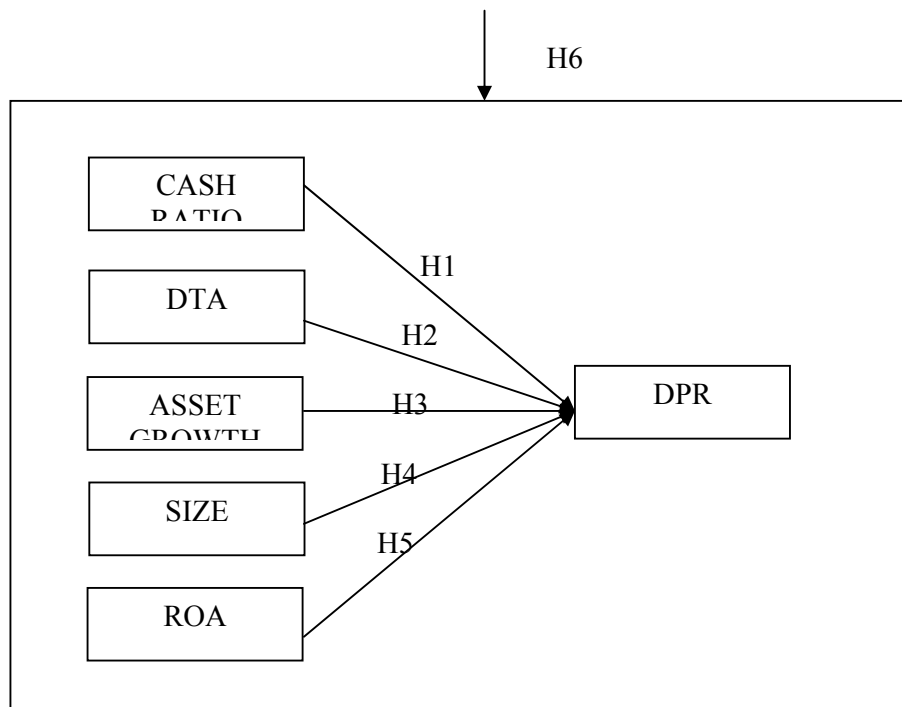
Sumber: Dari berbagai Jurnal

2.5. Kerangka Pemikiran

Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh sebab itu dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Dari penjelasan secara ringkas diatas maka dapatlah dibuat skema hubungan antara *Cash Ratio*, *DTA*, *Growth*, *Size*, *ROA* dan Kepemilikan Saham Manajemen terhadap *Dividend Payout Ratio* sebagai berikut:

Gambar 2.1
Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*





2.5. Perumusan Hipotesis

Mengacu pada perumusan masalah yang ada, maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Terdapat pengaruh positif *cash ratio* terhadap *dividend payout ratio*

H2: Terdapat pengaruh negatif *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*

H3: Terdapat pengaruh negatif *growth* terhadap *dividend payout ratio*

H4: Terdapat pengaruh positif *size* terhadap *dividend payout ratio*

H5: Terdapat pengaruh positif ROA terhadap *dividend payout ratio*

H6: Terdapat perbedaan kelima variabel independen dalam mempengaruhi *dividend payout ratio* pada perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan pada perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen

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 (ICMD) tahun 2006.*

Berdasar publikasi dari ICMD tersebut data yang digunakan adalah data yang berasal dari laporan keuangan untuk periode 2002, 2003, 2004 dan 2005.

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang menjadi obyek studi ini adalah seluruh perusahaan yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2002-2005. Sementara jumlah perusahaan yang *listed* di BEJ pada periode tersebut sejumlah 330 perusahaan. Sampel diperoleh dengan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2002-2005);
2. Perusahaan yang selalu membagikan dividen di BEJ selama periode pengamatan (2002-2005);

Dari populasi sebanyak 330 perusahaan, Berdasarkan teknik sampling tersebut, diperoleh sampel sejumlah 41 perusahaan. Jumlah sampel tersebut sudah memenuhi syarat karena sampel minimum untuk analisis regresi adalah 30 sampel (Ghozali, 2004).

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen merupakan variabel yang terikat, dimana keberadaannya sangat dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividen payout ratio* (DPR). Sedangkan variabel independent merupakan variabel bebas, dimana

keberadaannya tidak dipengaruhi oleh variabel lain, variabel independen dalam penelitian ini adalah: *cash ratio*, *debt to total asset (DTA)*, *growth*, *size*, *return on asset (ROA)*, dan kepemilikan manajemen.

Berikut ini akan dijelaskan variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini terdiri dari :

1. Variabel *Dividend Payout Ratio*

DPR merupakan rasio pembayaran *dividend* terhadap *earning after tax*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

2. Variabel *Cash Ratio*

Cash Ratio merupakan rasio jumlah kas pada akhir tahun terhadap *earning after tax*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

3. Variabel *Debt to Total Asset*

DTA diukur dengan membagi jumlah hutang jangka panjang dengan total asset. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

4. Variabel Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan (*asset growth*) diperoleh dengan menghitung rata-rata tingkat pertumbuhan total aktiva selama tiga tahun. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

5. Variabel Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (firm size) diukur dengan *natural logarithm* dari *net sales*. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

6. Variabel Profitabilitas

ROA merupakan rasio *earning after tax* terhadap total asset. Sumber data dari variabel ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory 2006*.

Berdasarkan uraian diatas, maka definisi operasional dan pengukuran variabel penelitian ini secara singkat dapat dilihat pada Tabel 3.1 berikut ini:

Tabel 3.1
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

JENIS VARIABEL	KETERANGAN	SIMBOL (Satuan)	SKALA	PENGUKURAN
DEPENDEN	<i>Dividend Payout Ratio</i>	DPR (Yi) (%)	Rasio	<i>Dividend per Share</i> <i>Earning per Share</i>

INDEPENDEN	Cash Ratio	CASH (X ₁) (%)	Rasio	$\frac{\text{Cash}}{\text{Current Liability}}$
	Debt to Total Asset	DTA (X ₂) (%)	Rasio	$\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Asset}}$
	Pertumbuhan Perusahaan	GROWHT (X ₃) (%)	Rasio	$\frac{\text{Total asset}_t - \text{Total asset}_{t-1}}{\text{Total asset}_{t-1}}$
	Ukuran Perusahaan	SIZE (X ₄) (%)	Rasio	Ln of Net Sales
	Profitabilitas	ROA (X ₅) (%)	Rasio	$\frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Asset}}$

3.4. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi yang digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Tujuannya adalah agar hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian melalui uji-t, hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

3.5. Perumusan Model

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi linier berganda (*linear regression method*). Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk meneliti variabel-variabel bebas yang berpengaruh terhadap variabel terikat dengan menggunakan data *time series cross section (pooling data)* yang dirumuskan dengan model sebagai berikut:

$$Y_i = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + D1.D2 + e$$

Dimana :

(Y_i) = DPR

(X₁) = Cash

(X₂) = DTA

(X₃) = Growth

(X₄) = Size

(X₅) = ROA

D1.D2 = Kepemilikan Manajerial (Moderasi)

*b*₀ = constanta

*b*₁, *b*₂, *b*₃, *b*₄, *b*₅ = regression coefficient

e = error term

3.6. Pengujian Asumsi Klasik

Penggunaan model regresi berganda dalam menguji hipotesis haruslah menghindari kemungkinan terjadinya penyimpangan asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multiokolnearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Gujarati, 1995).

3.6.1. Uji Multikolinearitas

Pengujian terhadap gejala multikolinearitas ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi/hubungan yang kuat antar variabel-variabel independen

dalam model persamaan regresi. Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan mengakibatkan ketidakpastian estimasi, sehingga mengarahkan kesimpulan yang meneriam hipotesis nol. Hal ini menyebabkan koefisien regresi menjadi tidak signifikan dan standar deviasi sangat sensitive terhadap perubahan data (Gujarati, 1995). Dengan demikian variabel-variabel yang mempunyai indikasi kuat terhadap pelanggaran asumsi klasik akan dikeluarkan dari model penelitian.

Gejala multikolinearitas dideteksi dengan menggunakan perhitungan *Tolerance* (TOL) dan *Variance Inflation Factor* (VIF) serta *Person Correlation Matrix*. Menurut Gujarati (1995) semakin besar nilai VIF maka semakin bermasalah atau semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen. Sebagai *rule of thumb* adalah jika nilai VIF = 1, menunjukkan tidak adanya kolinearitas antar variabel independen, dan bila nilai VIF < 10, maka tingkat multikolinearitasnya belum tergolong berbahaya. Sedangkan nilai *Tolerance* (TOL) berkisar antara 0 dan 1. Jika TOL = 1, maka tidak terdapat kolinearitas antar variabel independen. Jika TOL = 0, maka terdapat kolinearitas yang tinggi dan sempurna antar variabel independen. Sebagai *rule of thumb*, jika nilai TOL > 0.10, maka tidak terdapat kolinearitas yang tinggi antar variabel independen (Hair, 1992). Selanjutnya *Person Correlation Matrix* digunakan untuk mengetahui nilai koefisien korelasi antar variabel independen. Jika nilai koefisien < 0.80 maka tidak terdapat multikolinearitas yang berbahaya dalam model penelitian (Gujarati, 1995). Menurut Hair *et al.* (1992), tingkat multikolinearitas adalah berbahaya bila nilai VIF < 10, namun demikian, setiap analisis dapat menentukan sendiri berapa

besarnya nilai TOL dan VIF yang diinginkan, karena gejala multikolinearitas tersebut akan selalu ada dalam setiap model penelitian.

3.6.2. Uji Autokorelasi

Autokorelasi yaitu adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtun waktu (*time series*). Apabila terjadi gejala autokorelasi maka *estimator least square* masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien. Dengan demikian, koefisien estimasi yang diperoleh menjadi tidak akurat (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan *Durbin-Watson d Statistic Test*. Sebagai *rule of thumb* adalah jika $0 < d < d_i$ atau $d_i < d < d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi positif di dalam model regresi. Jika $4 - d_i < d < 4$ atau $4 - d_u < d < 4 - d_i$, maka tidak terdapat autokorelasi negatif di dalam model persamaan regresi. Sedangkan jika $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terdapat autokorelasi baik positif maupun negatif di dalam model persamaan regresi yang digunakan (Gujarati, 1995).

3.6.3. Uji Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas yaitu variabel pengganggu (e_i) yang memiliki variabel yang berbeda dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antar variabel independen tidak sama. Hal ini melanggar asumsi homoskedastisitas yaitu variabel penjelas memiliki varian yang sama (konstan). Untuk mendeteksi adanya gejala

heteroskedastisitas dalam model persamaan regresi digunakan metode Glejser, dengan langkah-langkah sebagai berikut;

Pertama, melakukan regresi sederhana antara nilai absolut e_i dan tiap-tiap variabel independen. Apabila ditemukan nilai hitung $t_{hitung} > t_{tabel}$ di antara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas. Dengan kriteria lain terjadinya heteroskedastisitas apabila koefisien regresi suatu variabel bebas, secara signifikan tidak sama dengan nol. Gejala ini dapat diatasi dengan cara kedua, yaitu dengan membagi model regresi asal dengan salah satu variabel bebas yang memiliki koefisien yang tertinggi dengan residualnya.

3.7. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji kebenaran hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dilakukan dengan dua buah pengujian yaitu uji-t.

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

Uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) baik secara parsial maupun secara bersama-sama dilakukan dengan uji statistik t (t-test).

Uji keberartian koefisien (b_i) dilakukan dengan statistik-t (student-t). Hal ini digunakan untuk menguji koefisien regresi secara parsial dari variabel independennya. Adapun hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

$H_1 : b_i \geq 0$; artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen X_i terhadap variabel dependen (Y).

Nilai t-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{\text{Standar Error } b_i}$$

Jika $t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 ditolak; dan

Jika $t_{\text{hitung}} < t_{\text{tabel}} (\alpha, n - k - 1)$, maka H_0 diterima.

Untuk menguji hipotesis 6 yang membedakan hasil regresi pada perusahaan yang sahamnya dimiliki manajemen dan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* (alat untuk menguji kesamaan koefisien) dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{\text{hit}} = \frac{(RSS_r - RSS_{\text{Sur}})/k}{RSS_{\text{Sur}} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

RSS_r : *Sum of Squared Residual* untuk regresi dengan total observasi

RSS_{Sur} : Penjumlahan *Sum of Squared Residual* dari masing-masing regresi menurut kelompok.

n : Jumlah observasi

k : Jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression*.

r : Jumlah parameter yang diestimasi pada *unrestricted regression*.

Selanjutnya hasil dari F hitung ini akan dibandingkan dengan F tabel, jika $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, maka hipotesis nol dapat ditolak. Jadi ada beda variabel independen antara perusahaan yang sahamnya dimiliki manajemen dan yang sahamnya tidak dimiliki manajemen dalam mempengaruhi besarnya DPR. Jika $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$ maka yang terjadi sebaliknya.

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai

koefisien determinasi adalah di antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. (Ghozali, 2004,p.38).

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan analisis data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data, dan pembahasan dari hasil pengolahan data tersebut. Urutan pembahasan secara sistematis adalah deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan

model regresi, serta pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Definisi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listed di BEJ untuk periode 2002-2005 yang telah mengeluarkan data keuangan dan membagikan dividen, sehingga tidak seluruh emiten yang terdaftar di BEJ dijadikan sampel penelitian. Dari 330 perusahaan yang terdaftar hanya 41 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel tersebut dan atas beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan tidak didukung kelengkapan data.

4.1. Gambaran Umum dan Data Deskriptif

4.1.1. Gambaran Umum Sampel

Perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam emiten sebagai penjual saham dalam sampel penelitian ini dapat digolongkan menurut bidang usahanya yang terlihat pada tabel 4.1. Berdasarkan tabel 4.1 dapat diketahui bahwa jenis bidang usaha dari perusahaan emiten yang paling banyak masuk dalam kelompok sampel penelitian ini adalah perusahaan emiten dengan bidang usaha food and beverages dan transportation services. Jumlah perusahaan yang masuk ke dalam sampel dari kedua bidang usaha tersebut adalah masing-masing 5 (lima) perusahaan.

Tabel 4.1

Klasifikasi Bidang Usaha dari Sampel Perusahaan Emiten

No	Nama Perusahaan Emiten	Bidang Usaha
1	PT. Astra Agro Lestari, Tbk	Agriculture, Forestry and Fishing
2	PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk	Mining and mining Services
3	PT. Tambang Batubara Bukit Asam, Tbk	Mining and mining Services
4	PT. Timah (Persero), Tbk	Mining and mining Services
5	PT. Petrosea, Tbk	Construction
6	PT. Aqua Golden Mississippi, Tbk	Food and Beverages
7	PT. Delta Djakarta, Tbk	Food and Beverages

8	PT. Fast Food Indonesia, Tbk	Food and Beverages
9	PT. Indofood Sukses Makmur, Tbk	Food and Beverages
10	PT. Multi Bintang Indonesia, Tbk	Food and Beverages
11	PT. Gudang Garam, Tbk	Tobacco Manufacturing
12	PT. HM Sampoerna, Tbk	Tobacco Manufacturing
13	PT. Lautan Luas, Tbk	Chemical and Allied Products
14	PT. Ekadharna Tape Industries, Tbk	Adhesive
15	PT. Intanwijaya Internasional, Tbk	Adhesive
16	PT. Asahimas Flat Glass, Tbk	Plastics and Glass Products
17	PT. Lionmesh Prima, Tbk	Metal and Allied Products
18	PT. Lion Metal Works, Tbk	Metal and Allied Products
19	PT. Tembaga Mulia Semanan, Tbk	Metal and Allied Products
20	PT. Arwana Citramulia, Tbk	Stone, Clay, Glass and Concrete
21	PT. Surya Toto Indonesia, Tbk	Stone, Clay, Glass and Concrete
22	PT. Astra Graphia, Tbk	Electronic and Office Equipment
23	PT. Andhi Candra Automotive Products, Tbk	Automotive and Allied Products
24	PT. Astra Otoparts, Tbk	Automotive and Allied Products
25	PT. Goodyear Indonesia, Tbk	Automotive and Allied Products
26	PT. Tunas Ridean, Tbk	Automotive and Allied Products
27	PT. Dankos Laboratories, Tbk	Pharmaceuticals
28	PT. Kimia Farma (Persero), Tbk	Pharmaceuticals
29	PT. Merck, Tbk	Pharmaceuticals
30	PT. Mandom Indonesia, Tbk	Consumer Goods
31	PT. Unilever Indonesia, Tbk	Consumer Goods
32	PT. Berlian Laju Tanker, Tbk	Transportation Services
33	PT. Humpuss Intermoda Transportasi, Tbk	Transportation Services
34	PT. Pelayaran Tempuran Emas, Tbk	Transportation Services
35	PT. Rig Tenders Indonesia, Tbk	Transportation Services
36	PT. Samudera Indonesia, Tbk	Transportation Services
37	PT. Indosat (Persero), Tbk	Communication
38	PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	Communication
39	PT. Matahari Putra Prima, Tbk	Whole Sale and Retail Trade
40	PT. Ramayana Lestari Sentosa, Tbk	Whole Sale and Retail Trade
41	PT. Tigaraksa Satria, Tbk	Whole Sale and Retail Trade

Sumber: ICMD 2006

4.1.2. Data Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2006) dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini, yang meliputi Dividen Payout Ratio (DPR), Perubahan Cash Ratio, Debt to Total Asset (perubahan DTA), Growth, Size, dan Return on Asset (ROA).

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2:
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Standar Deviasi

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Satuan
Cash	164	,04	15,62	1,0277	2,06765	%
DTA	164	,08	1,02	,2774	,14792	%
Growth	164	-,36	,74	,1003	,13408	%
Size	164	10,96	17,35	13,9806	1,53904	%
ROA	164	,55	45,70	10,4003	7,52707	%
DPR	164	,00	318,83	2,4262	24,86487	%
Valid N (listwise)	164					

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2006 diolah.

Berdasarkan hasil perhitungan pada tabel 4.2 tersebut dapat diketahui bahwa dari 41 perusahaan sampel ternyata nilai rata-rata DPR selama periode pengamatan (2002-2005) sebesar 2,4262 lebih kecil dibandingkan dengan standar deviasi (SD) sebesar 24,86487, hal ini mengindikasikan adanya nilai yang ekstrim pada variable DPR, hal tersebut terlihat bahwa nilai DPR perusahaan PT. Kimia Farma pada Tahun 2002 yaitu sebesar 318,83 merupakan nilai ekstrim.

Dengan rentang nilai minimum dan nilai maksimum yang sangat jauh menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan sampel dalam membagikan dividen sangat berbeda. Hal tersebut dapat terjadi karena perusahaan mempunyai kebijakan yang berbeda dalam membagikan dividen. Dengan nilai rata-rata DPR sebesar 2,4262, mengindikasikan bahwa rata-rata pembayaran dividen (DPS) pada perusahaan sampel 2,4262 kali lebih besar daripada laba per lembar sahamnya (EPS).

4.2. Hasil Analisis dan Pembahasan

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama empat tahun tersebut perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu. Pengujian asumsi klasik yang dimaksud dalam penelitian ini terdiri atas: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi, dengan penjelasan sebagai berikut:

4.2.1.1. Normalitas Data

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus di atas 0,05 atau 5% (Imam Ghazali, 2005). Pengujian terhadap normalitas data dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan 3 (tiga) variabel yaitu: Growth, Size, dan ROA mempunyai nilai signifikansi masing-masing sebesar 0,102. 0,835 dan 0,102. Hasil tersebut menunjukkan tingkat signifikansi di atas 0,05, sehingga data yang ada terdistribusi normal. Namun variabel perubahan Cash Ratio, perubahan

DTA, dan DPR menunjukkan data yang tidak normal dengan nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05.

Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada Tabel 4.3 berikut ini:

Tabel 4.3:
Hasil Pengujian Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	Cash	DTA	Growth	Size	ROA	DPR
N	164	164	164	164	164	164
Normal Parameters						
Mean	1,0277	,2774	,1003	13,9806	10,4003	2,4262
Std. Deviation	2,06765	,14792	,13408	1,53904	7,52707	24,86487
Most Extreme Differences						
Absolute	,316	,116	,095	,048	,095	,473
Positive	,289	,116	,095	,048	,088	,473
Negative	-,316	-,105	-,093	-,047	-,095	-,461
Kolmogorov-Smirnov Z	4,052	1,486	1,220	,621	1,221	6,061
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,024	,102	,835	,102	,000

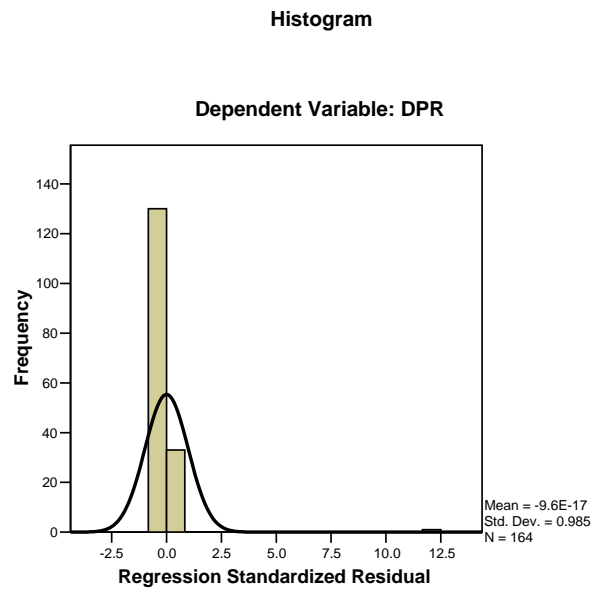
a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Adanya variabel yang terdistribusi tidak normal tersebut (perubahan Cash Ratio, perubahan DTA, dan DPR) tersebut maka perlu dilakukan transform-LN (Ghozali, 2004), digunakannya transform Ln dikarenakan Gambar histogram menunjukkan moderate skewness seperti terlihat pada Gambar 4.1 sebagai berikut:

Gambar 4.1:

Gambar Histogram



Hasil perhitungan uji Kolmogorov-Smirnov setelah dilakukan transform-LN ditunjukkan pada tabel 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4:
Kolmogorov-Smirnov (Data Ln)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	LnCash	LnDTA	Growth	Size	ROA	LnDPR
N	164	164	164	164	164	163
Normal Parameters						
Mean	-.6865	-1,4031	,1003	13,9806	10,4003	-1,0162
Std. Deviation	1,13153	,48816	,13408	1,53904	7,52707	,94290
Most Extreme Differences						
Absolute	,068	,065	,095	,048	,095	,145
Positive	,050	,065	,095	,048	,088	,145
Negative	-,068	-,038	-,093	-,047	-,095	-,087
Kolmogorov-Smirnov Z	,875	,828	1,220	,621	1,221	1,846
Asymp. Sig. (2-tailed)	,428	,500	,102	,835	,102	,052

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sampel hasil pada tabel 4.4 tersebut menunjukkan bahwa variabel-variabel perubahan Cash Ratio, perubahan DTA, growth, Size, ROA, dan DPR terdistribusi normal, yang mana rasio kolmogorov-smirnov lebih besar

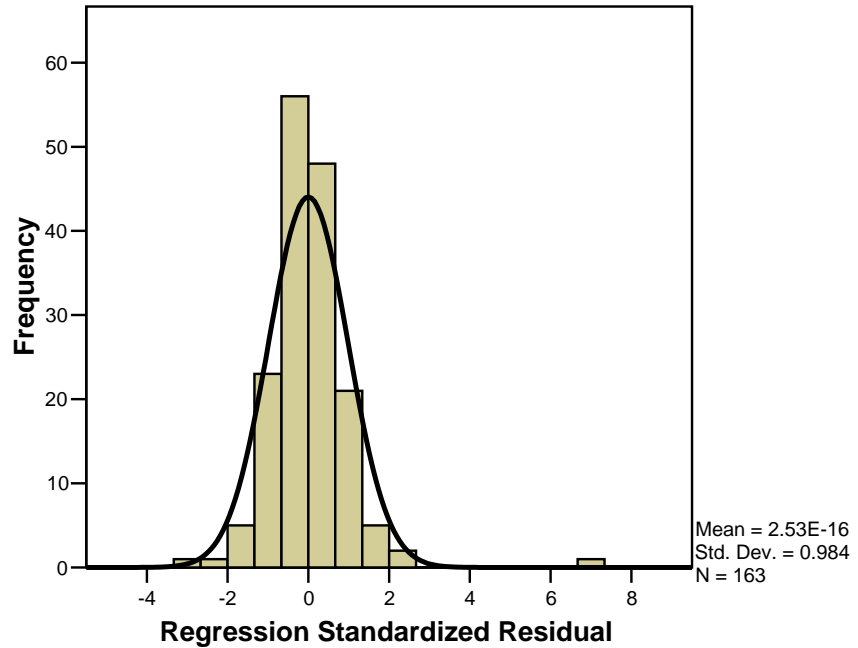
dari 0,05. sebagai berikut : Perubahan Cash Ratio (0,428), Perubahan DTA (0,500), growth (0,102), size (0,835); ROA (0,102), dan Perubahan DPR (0,052). Hal tersebut mengindikasikan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dapat digunakan untuk memprediksi DPR perusahaan yang listed di BEJ periode 2002-2005. Gambar histogram setelah dilakukan transform Ln dapat dijelaskan pada Gambar 4.2 sebagai berikut:

Gambar 4.2:

Gambar Histogram (Transform Ln)

Histogram

Dependent Variable: LnDPR



4.2.1.2. Hasil Uji Multikolinearitas

Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala multikolinearitas antar variabel independen digunakan *variance inflation factor* (VIF). Sampel hasil yang ditunjukkan dalam output SPSS maka besarnya VIF dari masing-masing variabel independen dapat dilihat pada tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5:

Hasil Perhitungan VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	LnCash	,887	1,127
	LnDTA	,864	1,158
	Growth	,994	1,006
	Size	,903	1,107
	ROA	,946	1,057

a. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel tabel 4.5 menunjukkan bahwa kelima variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 10. Dengan demikian lima variabel independen (perubahan Cash Ratio, Ln-perubahan DTA, growth, Size, ROA) dapat digunakan untuk memprediksi Perubahan DPR selama periode pengamatan.

3. Heteroskedastisitas

Uji *Glejser test* digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas. *Glejser* menyarankan untuk meregresi nilai absolut dari e_i terhadap variabel X (variabel bebas) yang diperkirakan mempunyai hubungan yang erat dengan δ_i^2 dengan menggunakan rumus perhitungan sebagai berikut:

$$[e_i] = \beta_1 X_i + v_i$$

yang mana:

$[e_i]$ merupakan penyimpangan residual; dan X_i merupakan variabel bebas.

Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam tabel 4.6 sebagai berikut:

Tabel 4.6:
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,376	,563		2,444	,016
	LnCash	,006	,050	,010	,117	,907
	LnDTA	,093	,116	,068	,802	,424
	Growth	-,357	,394	-,072	-,908	,365
	Size	-,041	,036	-,094	-1,124	,263
	ROA	-,003	,007	-,037	-,454	,651

a. Dependent Variable: Residual

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

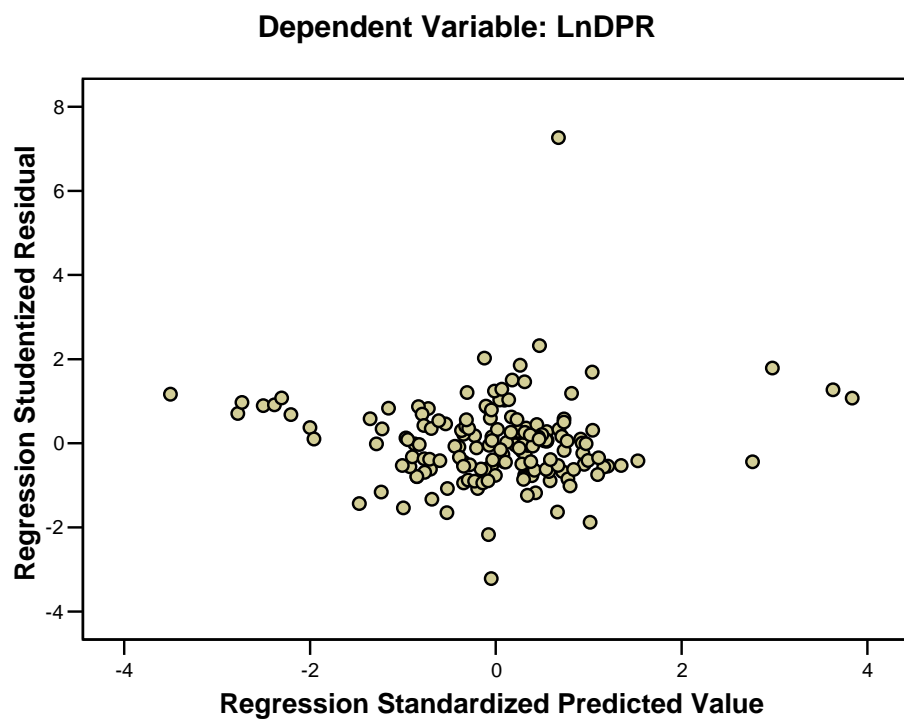
Berdasarkan table 4.6 menunjukkan bahwa semua variabel bebas tidak signifikan, sehingga tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan. Hal ini mengindikasikan bahwa kelima variabel independent (Perubahan Cash Ratio, Perubahan DTA, growth, Size, ROA) benar-benar mempengaruhi Perubahan DPR dan tidak berpengaruh terhadap variabel residualnya, sehingga penelitian ini homoskedastisitas.

Untuk menentukan heteroskedastisitas juga dapat menggunakan grafik scatterplot, titik-titik yang terbentuk harus menyebar secara acak, tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, bila kondisi ini terpenuhi maka tidak terjadi heteroskedastisitas dan model regresi layak digunakan.

Hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan grafik scatterplot di tunjukan pada gambar 4.3 dibawah ini:

Gambar 4.3
Grafik Scatterplot

Scatterplot



4. Hasil Uji Autokorelasi

Penyimpangan autokorelasi dalam penelitian diuji dengan uji Durbin-Watson (DW-test). Hal tersebut untuk menguji apakah model

linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Hasil regresi dengan *level of significance* 0.05 ($\alpha = 0.05$) dengan sejumlah variabel independen ($k = 5$) dan banyaknya data ($n = 41$). Adapun hasil dari uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.7 berikut:

Tabel 4.7:
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

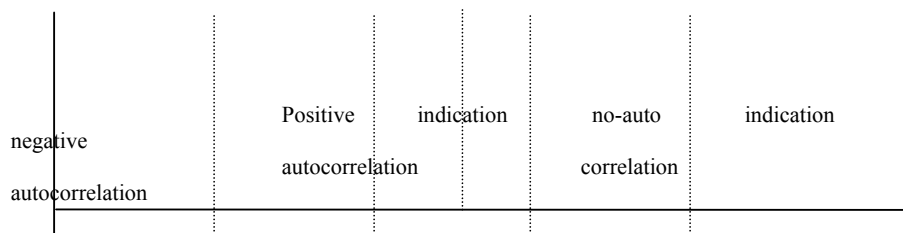
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,795 ^a	,687	,658	,91531	1,893

a. Predictors: (Constant), ROA, LnDTA, Growth, Size, LnCash

b. Dependent Variable: LnDPR

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson, penyimpangan autokorelasi sebesar 1,893; sedangkan dalam tabel DW untuk “k”=5 dan N=41 besarnya DW-tabel: *dl* (batas luar) = 1,116; *du* (batas dalam) = 1,879; $4 - du = 2,121$; dan $4 - dl = 2,584$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.4 sebagai berikut:

Gambar 4.4
Hasil Uji Durbin Watson



0	dl	du	D	4-du	4-dl	
	1,116	1,879	1,893	2,121	2,584	4

Sesuai dengan gambar 4.2 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no autocorrelation*

4.2.2. Uji Hipotesis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama enam variabel independen tersebut (Perubahan Cash Ratio, Perubahan DTA, growth, Size, ROA) terhadap perubahan DPR seperti ditunjukkan pada tabel 4.8 sebagai berikut :

Tabel 4.8:
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12,494	5	2,499	2,983	,013 ^a
	Residual	131,533	157	,838		
	Total	144,027	162			

a. Predictors: (Constant), ROA, LnDTA, Growth, Size, LnCash

b. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,983 dan nilai signifikansi sebesar 0,013. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh yang signifikan variabel Perubahan Cash Ratio, Perubahan DTA, growth, Size, dan ROA secara bersama-sama terhadap variabel perubahan DPR.

Nilai koefisien determinasi (adjusted R²) sebesar 0,658 atau 65,8% hal ini berarti 65,8% variasi Perubahan DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu Perubahan Cash Ratio, Perubahan

DTA, growth, Size, dan ROA sedangkan sisanya sebesar 34,2% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,795 ^a	,687	,658	,91531

a. Predictors: (Constant), ROA, LnDTA, Growth, Size, LnCash

b. Dependent Variable: LnDPR

Sementara itu secara parsial pengaruh dari kelima variabel independen tersebut terhadap Perubahan DPR ditunjukkan pada tabel 4.9 sebagai berikut:

**Tabel 4.9:
Hasil Perhitungan Regresi Parsial**

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,603	,768		,785	,434
	LnCash	,233	,068	,279	3,450	,001
	LnDTA	,330	,159	,171	2,080	,039
	Growth	-,244	,537	-,035	-,454	,651
	Size	,028	,049	,045	,564	,573
	ROA	-,015	,010	-,118	-1,507	,134

a. Dependent Variable: LnDPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari hasil output SPSS tersebut diatas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 0,603. Hal ini mengindikasikan bahwa Perubahan DPR mempunyai nilai sebesar 0,603 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen (Perubahan Cash Ratio, Perubahan DTA, growth, Size, dan ROA).

Untuk melihat besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dilihat dari nilai beta *standardized coefficient*. Dari tabel 4.9 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{Perubahan DPR} = 0,279 \text{ Perubahan Cash Ratio} + 0,171 \text{ Perubahan DTA} - 0,035 \text{ Growth} + 0,045 \text{ Size} - 0,118 \text{ ROA} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut di atas maka dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Perubahan Cash Ratio

Dari perhitungan persamaan regresi linier berganda, hasilnya adalah nilai koefisien variabel *Perubahan Cash Ratio* sebesar (0,279). Hal ini berarti variabel *Perubahan Cash Ratio* berpengaruh positif terhadap DPR. Dari hasil perhitungan uji secara partial diperoleh nilai t hitung sebesar (3,450) dan nilai signifikansi sebesar 0,001. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti terdapat pengaruh signifikan variabel *Perubahan Cash Ratio* terhadap variabel DPR. Berdasarkan nilai beta pada *standardized coefficients*, nilai beta berada pada urutan pertama dari kelima variabel yang digunakan dalam penelitian ini, sehingga variabel *perubahan Cash Ratio* merupakan variabel yang paling dominan dalam mempengaruhi DPR dengan nilai 0,279. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kas yang besar mencerminkan bahwa perusahaan tersebut juga akan membagikan dividen yang besar.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Surasmi (1998) dan mendukung penelitian yang dilakukan Sunarto dan Kartika

(2003) bahwa perubahan Cash Ratio berpengaruh secara signifikan terhadap pembagian dividen yang diukur dari DPR. Hal ini menunjukkan bahwa kas yang besar membuat perusahaan memiliki modal yang besar untuk menjalankan operasional perusahaan. Dengan modal yang besar perusahaan dapat dengan leluasa melakukan aktivitas pada proyek-proyek yang dapat memberikan tingkat kembalian yang tinggi sehingga perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk membagikan keuntungan dalam bentuk dividen untuk mempertahankan investornya agar tidak berpindah menjadi investor pada perusahaan lain.

2. Variabel Perubahan *Debt to Total Asset*

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (2,080) dan nilai signifikansi sebesar 0,039. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima, meskipun terdapat adanya perbedaan tanda, dimana hipotesis 2 yang dirumuskan negatif sedangkan hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif. Hasil penelitian ini mengindikasikan ada pengaruh signifikan variabel perubahan DTA terhadap variabel DPR. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Surasmi, (1998) yang tidak menemukan pengaruh perubahan DTA terhadap DPR, namun mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al., (1992); Nugrahaini, (2002); dan Sunarto dan Kartika, (2003).

Perubahan DTA berpengaruh positif terhadap DPR, hal ini mengindikasikan bahwa dengan hutang yang besar dapat menambah modal perusahaan, dengan modal yang besar membuat perusahaan lebih leluasa

dalam menempatkan dananya kedalam proyek-proyek investasi yang menguntungkan sehingga dengan modal yang besar maka kemungkinan untuk memperoleh keuntungan juga besar. Dengan perusahaan yang laba maka DPR akan meningkat.

3. Variabel *Growth*

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (-0,454) dan nilai signifikansi sebesar 0,651. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh signifikan antara variabel *Growth* terhadap variabel DPR.

Tanda negatif dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa peningkatan aset akan mengurangi dividen, karena manajemen akan lebih berorientasi pada pengembangan usaha (ekspansi) yang memerlukan dana yang besar.

4. Variabel Ukuran Perusahaan (*Size*)

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai t hitung sebesar (0,564) dan nilai signifikansi sebesar 0,573. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti ada tidak ada pengaruh signifikan antara variabel *Size* dengan variabel DPR, artinya tidak ada pengaruh antara perusahaan besar maupun perusahaan kecil dalam melakukan kebijakan dividen, hal ini dikarenakan dalam perekonomian yang mulai membaik (2002-2005), baik perusahaan kecil maupun besar akan lebih berorientasi pada pengembangan usaha (ekspansi) guna memperluas pasar. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Surasmi, (1998); Jensen et al., (1992); Nugrahaini, (2002);

dan Hatta (2002), namun bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990), yang mana dalam penelitiannya ditemukan adanya pengaruh positif *size* terhadap DPR.

5. Variabel *Return on Asset* (ROA)

Berdasarkan pengujian hipotesis 5, hasilnya menunjukkan bahwa secara partial variabel ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR dengan besarnya nilai signifikansi 0,134. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al., (1992); Nugrahaini, (2002); dan Sunarto dan Kartika (2003).

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Mondigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *return on Asset* (ROA) menunjukkan tanda positif dengan kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio* (DPR).

4.2.3. Hasil Perhitungan Chow Test

Untuk membedakan hasil regresi pada perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen, selanjutnya digunakan model regresi *Chow Test* dengan rumus: (Imam Ghozali, 2004)

$$F_{hit} = \frac{(RSS_r - RSS_{sur})/k}{RSS_{sur} / (n_1 + n_2 - 2k)}$$

Pada Tabel 4.10, Tabel 4.11 dan Tabel 4.12 dibawah ini dapat dilihat nilai residual untuk perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen dan residual gabungan untuk perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen.

Tabel 4.10

Residual Perusahaan Sahamnya Ikut Dimiliki Oleh Manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11,603	5	2,321	1,840	,122 ^a
	Residual	63,069	50	1,261		
	Total	74,672	55			

a. Predictors: (Constant), ROA, Growth, LnCash, LnDTA, Size

b. Dependent Variable: LnDPR

Tabel 4.11

Residual Perusahaan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,870	5	,574	,881	,497 ^a
	Residual	65,786	101	,651		
	Total	68,656	106			

a. Predictors: (Constant), ROA, LnDTA, Growth, Size, LnCash

b. Dependent Variable: LnDPR

Tabel 4.12

Residual Gabungan Perusahaan Yang Sahamnya Ikut Dimiliki Manajemen dan Perusahaan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12,494	5	2,499	2,983	,013 ^a
	Residual	131,533	157	,838		
	Total	144,027	162			

a. Predictors: (Constant), ROA, LnDTA, Growth, Size, LnCash

b. Dependent Variable: LnDPR

Berdasarkan pada Tabel 4.10 dan Tabel 4.11 didapat nilai residual untuk perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen (RSSur1) sebesar 63,069, nilai residual untuk perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen (RSSur2) sebesar 65,786 dan nilai residual gabungan untuk perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen (RSSr) sebesar 131,533. Dengan jumlah n sebanyak 41, dan jumlah parameter yang diestimasi pada *restricted regression* (k) sebesar 5 maka didapatkan perhitungan *chow test* sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{RSSur} &= \text{RSSur1} + \text{RSSur2} \\
 &= 63,069 + 65,786 \\
 &= 128,855 \\
 & \quad (\text{RSSr} - \text{RSSur}) / k
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
F &= \frac{(RSS_{\text{Sur}} / (n_1+n_2 - 2k))}{(128,855 / (41-10))} \\
&= \frac{(131,533 - 128,855) / 5}{4,157} \\
&= \frac{0,536}{4,157} \\
&= 0,129
\end{aligned}$$

Nilai F-hitung yang didapat dalam perhitungan chow test sebesar 0,129, atau lebih kecil daripada F tabel sebesar 1,96 sehingga H₀ ditolak atau dengan kata lain tidak ada beda antara kebijakan dividen perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen, sehingga hipotesis 6 (H₆) ditolak. Hal tersebut dikarenakan antara perusahaan yang sahamnya dimiliki manajemen dan yang tidak dimiliki manajemen mempunyai karakteristik yang sama yaitu aktivitas operasionalnya berada dalam satu negara yang sama (Indonesia) sehingga mempunyai *opportunity* dan *threat* yang sama seperti pengaruh faktor eksternal (Kebijakan pemerintah, inflasi, kurs, dan tingkat suku bunga).

Sesuai dengan hasil output SPSS dapat diketahui hasil regresi dengan observasi kelompok perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki oleh manajemen dengan nilai F sebesar 1,840 dan nilai signifikansinya sebesar 0,122 sehingga dapat dikatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel Perubahan Cash Ratio, perubahan DTA, Asset Growth, Size dan ROA secara bersama-sama terhadap variabel DPR. Sedangkan persamaan regressinya dapat dijelaskan sebagai berikut :

$$\text{Perubahan DPR} = 0,308 \text{ Perubahan Cash Ratio} + 0,288 \text{ Perubahan DTA} - 0,122 \text{ Growth} + 0,111 \text{ Size} - 0,012 \text{ ROA} + e$$

Sedangkan hasil regresi dengan observasi kelompok perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen dengan nilai F sebesar 0,881 dan nilai signifikansinya sebesar 0,497 sehingga dapat dikatakan tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel Perubahan Cash Ratio, PERUBAHAN DTA, Asset Growth, Size dan ROA secara bersama-sama terhadap variabel DPR. Persamaan regressinya dapat dijelaskan sebagai berikut :

$$\text{Perubahan DPR} = 0,175 \text{ Perubahan Cash Ratio} + 0,309 \text{ Perubahan DTA} - 0,351 \text{ Growth} - 0,027 \text{ Size} - 0,012 \text{ ROA} + e$$

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan pada bab IV, dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut: Data yang dipergunakan dalam penelitian ini terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas bebas autokorelasi dan heteroskedastisitas. Dari lima hipotesis yang diajukan terdapat dua (2) hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1, dan 2.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel Perubahan Cash Ratio berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 1 diterima.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel perubahan DTA berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 2 diterima.

3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 3 ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel *Size* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 4 ditolak.
5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa secara partial variabel *ROA* tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 5 ditolak.
6. Berdasarkan hasil hipotesis 6 (H6) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan pengaruh *Perubahan Cash Ratio, Debt to Total Asset* (perubahan DTA), *Asset Growth, Size* dan *Return on Asset (ROA)* dalam mempengaruhi *Debt to Total Asset* (perubahan DTA) antara perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh manajemen dan perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh manajemen.

5.2. Implikasi Teoritis

Implikasi teoritis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Hatta (2002) yang menyatakan bahwa *Growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR sementara dalam penelitian ini *growth* juga tidak signifikan mempengaruhi DPR.
2. Sementara hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh: Harjono, (2002) yang menyatakan bahwa

Size berpengaruh signifikan terhadap DPR sementara dalam penelitian ini Size tidak signifikan terhadap DPR.

5.3. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil uji hipotesis, maka implikasi kebijakan yang dapat diberikan melalui hasil penelitian ini baik kepada investor maupun manajemen perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Investor yang mengharapkan return berupa dividen perlu memperhatikan *perubahan Cash Ratio*, karena *perubahan Cash Ratio* berpengaruh paling besar dan signifikan terhadap besarnya DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0,279, kemudian variabel perubahan DTA dengan nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0,171.
2. Cash Ratio menunjukkan variabel yang paling besar pengaruhnya terhadap DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai *beta standardized coefficients* sebesar 0,279, Sehingga kas yang besar membuat perusahaan memiliki modal yang besar untuk menjalankan operasional perusahaan. Dengan modal yang besar perusahaan dapat dengan leluasa melakukan aktivitas pada proyek-proyek yang dapat memberikan tingkat kembalian yang tinggi sehingga perusahaan dapat mengambil kebijakan untuk membagikan keuntungan dalam bentuk dividen yang dapat mempertahankan investornya agar tidak berpindah menjadi investor pada perusahaan lain. Sehingga manajer perusahaan perlu lebih dahulu

mengelola kas perusahaan dan mengelola hutang dengan efisien untuk menghasilkan tingkat keuntungan yang optimal

3. Berdasarkan hasil tersebut maka manajemen perusahaan yang listed di BEJ perlu memperhatikan perubahan Cash Ratio dan perubahan DTA dalam menetapkan kebijakan deviden karena keduanya memiliki pengaruh yang searah, hal ini mengindikasikan bahwa hutang yang ditempatkan dalam modal mampu menghasilkan tingkat keuntungan yang besar sehingga perusahaan berusaha untuk melakukan ekspansi usaha dalam rangka memenangkan pasar.
4. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun dengan sampel yang terbatas pula yaitu 41 perusahaan. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi perubahan DPR hanya terbatas pada Perubahan Cash Ratio, perubahan DTA, Asset Growth, Size dan ROA, sehingga perlu dilakukan dikembangkan dengan menambah variabel variabel makro

ekonomi seperti: tingkat suku bunga, jumlah uang beredar, dan inflasi dan lain sebagainya.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 65,8% yang ditunjukkan pada nilai adjusted R² yang mengindikasikan bahwa Perubahan Cash Ratio, perubahan DTA, Asset Growth, Size dan ROA berpengaruh sebesar 65,8% terhadap DPR yang berarti 34,2% dipengaruhi variabel lain. Karena besarnya nilai adjusted R² yang rendah maka disarankan untuk penelitian yang akan datang perlu memasukkan faktor makro ekonomi seperti: tingkat suku bunga, jumlah uang beredar, dan inflasi dan lain sebagainya.

DAFTAR REFERENSI

- Allen F. and Michael R (2001), *Payout Policy*, Financial Institution Center.
- Ang, Robbert (1997), *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*, Edisi 1, Mediasoft Indonesia.
- Bagnani, Strock Bagnani, Nikolaos T. Milonas, Anthony Saunders and Nickolaos G Travlos (1994), "Managers, Owners, and The Pricing of Risk Debt: An Empirical Analysis, **The Journal of Finance**, Vol, XLIX, Juni, pp.453-475
- Barker, Richard G, 1999, "Survey and Market-based Evidence of Industry-dependence in Analysts' Preferences Between the Dividend Yield and

Price-earnings Ratio Valuation Models". *Journal of Finance & Accounting* 26 (3) & (4) , 0306-686X: 393-416

Brigham, F. Eugene (1983), *Fundamental of financial Management*. The Dryden Press: Holt-Sounders Japan, Third Edition

Brigham, Eugene F. and Gapenski Louise C. (1996), *Intermediate Financial Management*, 5 th Edition, The Dryden Press, New York.

Chang, M. dan Rhee, K.R. (1990). Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt. *The center for research in security prices working paper*, 506, 1-38.

Chosh, Chinmoy, dan Woolridge, J Randall (1988), *An Analysis of Shareholders Reaction to Dividend Cuts and Omission*, **The Journal of Finance Research**

Crutchley, C, and Hansen, R (1989), *A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, Financial Management, 36-46

Demsetz, H, and K Lehn (1985), *The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences*, *Journal Political Economy*, 93, 1155-1177.

Desmukh, Sanjay dan DePaul (2005), The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy, Journal of Finance Research, University of Nebraska-Lincoln

Farinha, Jorge (2002), *Dividend Policy, Coporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis*, **Journal of Financial Research**

Friend I, and L. H. P. Lang (1988), *An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*, Journal of Finance, 43, 271-281.

Firth , Michael (1996), *Dividendd Changes, Abnormal Return, and Intra-Industry Firm Valuations*, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**

Ghozali, Imam (2004) Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS, Badan Penerbit UNDIP, Semarang

Harjono, Juni (2002), **Analisis Faktor-faktor yang berpengaruh Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Industri Manufaktur di BEJ**, Tesis Yang Tidak Dipublikasikan

Hatta, Atika J (2002), Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. **JAAI** Vol.6. No.2. Desember. 2002

H., M., Jogiyanto (1998), **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE, Yogyakarta

Husnan, Suad (1996), **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta

_____, (1998). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)*. Buku 1. Edisi 4. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada.

Jensen, M., and W. Meckling (1976), *Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 305-360.

Jensen M, R Solberg and D Zorn (1992), *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol 27, No.2, 247-263

Jogiyanto, H. (1998). *Teori portofolio dan analisis investasi*. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada

Mollah, A., Sobur and Keasen, K (2000), *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange*, Bagnani, Stroock Bagnani, Nikolaos T. Milonas, Anthony Saunders and Nickolaos G Travlos, (1994), "Managers, Owners, and The Pricing of Risk Debt: An Empirical Analysis, The Journal of Finance, Vol, XLIX, Juni, pp.453-475

Nugrahaini, Fusia (2002), *Analisis Hubungan Antara Kebijakan Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Kebijakan Dividend Secara Simultan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan di BEJ Tahun 1997-1999)*," Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro

Parthington. 1989. *Dividend Policy: Case Study Australian Capital Market*. **Journal of Finance**: 155-176.

Pettit, R, Richarson (1972), *Dividend Announcement, Security Performance, and Capital Market Efficiency*, **The Journal of Finance**, 1972, Vol. XXVII, No.5.

- Romon, Frederic (1998), *Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-dividend Effects on the French Market*, **The Journal of Finance**
- Robert, D., Arnott (2001), *Does Dividend Policy Foretell Earnings Growth?*, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**
- Rozeff, M. (1982), *Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio*, **Journal of Financial Research**, Fall, 249-259.
- Saxena, Atul K (1999), *Determinant of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms*, **The Journal of Finance**
- Setyawan, Widyantoro (1995), *Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividend Pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*,” Tesis, Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada
- Sharaks, Adel, (2005), *Dividend Policy and Future Cash Flows*, **Finance India**, Vol XIX, No.3, September, pp.901-913
- Sunarto dan Andi Kartika (2003), *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta*. **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vol. Maret, 2003. hal.67-82
- Surasmi, 1998. **Analisis Faktor-Faktor yang berpengaruh Terhadap Dividen Payout Ratio**. Tesis Yang Tidak Dipublikasikan.
- Sutrisno (1999), **Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend payout ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia**, FE-Unibraw, Malang
- Van Horn, James C. (1999), *Financial Management and Policy*, Eighth Edition, Prentice-Hall International Inc
- Weston, J.F. dan Copland, T.E. (1997). *Manajemen pendanaan*. Edisi 9. Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara
- Widodo, Farkhan (2002), **Analisis Faktor-faktor Yang Berpengaruh Terhadap Dividen Per Share**, Tesis Yang Tidak Dipublikasikan.

