

PENGARUH *DEBT TO EQUITY RATIO, INSIDER OWNERSHIP, SIZE DAN INVESTMENT OPPORTUNITY SET*
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi pada Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007)



TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Pascasarjana
pada program Magister Manajemen Pascasarjana
Universitas Diponegoro**

Oleh:

**BUDI MULYONO
C4A007136**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2009**



Sertifikasi

Saya, *Budi Mulyono*, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada Program Magister ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Budi Mulyono
23 Desember 2009

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:
PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO, INSIDER
OWNERSHIP, SIZE, DAN INVESTMENT
OPPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN
(Studi pada Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Periode Tahun 2005-2007)

yang disusun oleh Budi Mulyono, NIM C4A007136
telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 23 Desember 2009
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Drs. H. Prasetiono, Msi

Drs. P. Basuki Hadiprayitno, MBA

Semarang, Desember 2009
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand, MBA

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

“ Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila kamu telah selesai (dari sesuatu urusan), kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain. Dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu berharap ”

(Q.S. Al Insyirah : 5 – 8)

PERSEMBAHAN

Tesis ini saya persembahkan kepada :

- *Ayahanda dan Ibunda yang terhormat*
- *Istri dan Anak-anakku tercinta*
- *Adik-adikku tersayang*
- *Teman-teman ku MM Angk. 31 yang baik*

ABSTRACT

This study is performed to examine the effect of Debt to Equity Ratio (DER), Insider Ownership, Size and Investment Opportunity Set (IOS) toward Dividend Policy in manufacturing company which is listed in BEJ and share the dividend to shareholder. The objective this study is to scale and analyze the effect of the company financial ratios performance Debt to Equity Ratio (DER), Insider Ownership, Size and Investment Opportunity Set (IOS) toward Dividend Payout Ratio (DPR) in manufacturing company which is listed in BEJ over period 2005-2007.

Sampling technique used here is purposive sampling on criterion (1) the company that trade their stocks in Bursa Efek Jakarta; (2) the company that represent their financial report per December 2005 – 2007; and (3) the company that continually share their dividend per December 2005 – 2007. The data is obtained based on Indonesia Capital Market Directory (ICMD 2008) publication. It is gained sample amount of 17 company from 151 company those are listed in BEJ. The analysis technique used here is multiple regressions 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 0,05 or 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 DER and Ln IOS variable partially significant toward DPR of the company on 2005-2007 period on the level of significance less than 5%, while it indicates that Ln Insider Ownership and Size variable partially not significant toward DPR. While simultaneously DER, Ln Insider, Size, Ln IOS proof significantly influent DPR in BEJ in level less than 5%. Predictable of four variables toward DPR is 43,3% as indicated by adjusted R square that is 43,3% while the rest 56,7% is affected by other factors which are not included into the study model.

Keywords: *Debt to Equity Ratio (DER), Insider Ownership, Size, Investment Opportunity Set (IOS) and Dividend Payout Ratio (DPR)*

ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variable *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Insider Ownership*, *Size and Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap kebijakan Dividen dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dan membagikan sahamnya pada pemegang saham. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengukur dan menganalisis pengaruh rasio-rasio keuangan perusahaan *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Insider Ownership*, *Size and Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode 2005-2007.

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 2005 – 2007; and (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2005 – 2007. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesia Capital Market Directory (ICMD 2008)*. Diperoleh sampel sebanyak 17 perusahaan dari 151 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 f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 0,05 atau 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Dari analisis ditunjukkan bahwa variabel *DER dan Ln IOS* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *DPR* perusahaan selama periode 2005-2007 period pada level signifikan kurang dari 5%, sementara variable *Ln Insider dan Size dan Ownership* secara parsial tidak signifikan terhadap *DPR*. Sedangkan secara bersama-sama *DER, Ln Insider, Size, Ln IOS* terbukti signifikan berpengaruh terhadap *DPR di BEJ* pada level kurang dari 5%. Kemampuan prediksi dari keempat variable terhadap *DPR* sebesar 43,3% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *adjusted R square* sebesar 43,3% sedangkan sisanya 56,7% dipengaruhi faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata Kunci: *Debt to Equity Ratio (DER), Insider Ownership, Ukuran Perusahaan (Size, Investment Opportunity Set (IOS) dan Dividend Payout Ratio (DPR)*

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur kehadiran Allah SWT Tuhan seru sekalian alam atas Petunjuk, Ridho dan Karunia-Nya. Shalawat serta salam selalu tercurah bagi nabi dan rasul terakhir Rasulullah Muhammad SAW, keluarga, para sahabat dan para pengikutnya.

Suatu kebahagiaan tak terhingga bagi penulis dapat menyelesaikan Tesis ini yang berjudul : “PENGARUH *DEBT TO EQUITY RATIO*, *INSIDER OWNERSHIP*, *SIZE*, DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi pada Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005 - 2007)” dengan baik dan lancar.

Tesis ini dapat terselesaikan berkat bimbingan dan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dengan kerendahan hati penulis menyampaikan terima kasih kepada yang terhormat :

1. Prof. Dr. Augusty Tae Ferdinand, MBA sebagai Ketua Program Studi Magister Manajemen, Program Pascasarjana, Universitas Diopnegoro.
2. Drs. H. Prasetiono, M.Si sebagai Dosen Pembimbing I yang telah meluangkan waktu untuk memberikan bimbingan, pengarahan, nasehat dan saran sehingga penulisan tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.
3. Drs. P. Basuki Hadiprayitno, MBA sebagai dosen Pembimbing II yang telah meluangkan untuk memberikan bimbingan, pengarahan, nasehat dan saran sehingga penulisan tesis ini dapat diselesaikan dengan baik.

4. Bapak dan Ibu Dosen, yang telah memberi bekal ilmu dan tambahan pengetahuan yang tidak ternilai harganya selama menempuh studi di Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
5. Segenap Pengelola dan Staff Administrasi dan Staff Keuangan di Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang tidak bisa disebutkan satu per satu yang telah membantu, memberikan dukungan dalam penyusunan tesis, dan kemudahan dalam fasilitas dan pelayanan selama menempuh studi di Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
6. Bapak dan Ibu yang selalu mendoakan setiap saat serta memberikan dukungan baik moril maupun materiil.
7. Istriku tercinta dr. Visca Khairunisa, terimakasih atas doa dan motivasinya serta anak-anakku tersayang Ananda “Mohammad Ammar Habibi dan “Intan Putria Aisyah” yang senantiasa menemani dan menghibur.
8. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, dan terutama teman-teman seperjuangan satu Angkatan 31 yang telah memberikan dukungan moral dalam penyusunan tesis ini.

Penulis berharap mudah–mudahan apa yang penulis tuangkan dalam tesis ini dapat menambah informasi dan bermanfaat bagi semua pihak.

Semarang, Desember 2009

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN SERTIFIKASI TESIS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN TESIS.....	iii
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN	iv
ABSTRACT	v
ABSTRAKSI	vi
KATA PENGANTAR	vii
HALAMAN DAFTAR ISI	ix
HALAMAN DAFTAR TABEL	xii
HALAMAN DAFTAR GAMBAR	xiii
HALAMAN DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	10
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	11
1.3.1 Tujuan Penelitian	11
1.3.2 Manfaat Penelitian	11
BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL	
PENELITIAN	13
2.1 Telaah Pustaka	13
2.1.1 Pengertian dan Teori Kebijakan <i>Dividend</i>	13
2.1.2 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>).....	21
2.1.3 Hubungan antara <i>Dividend Payment</i> dan <i>Agency Cost</i>	23
2.1.4 <i>Faktor – factor yang Berpengaruh pada Dividend Payout Ratio</i> ..	24
2.2 Penelitian Terdahulu	33

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis	39
BAB III. METODE PENELITIAN	41
3.1 Jenis dan Sumber Data	41
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	41
3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	43
3.4 Teknik Analisis Data	45
3.5 Perumusan Model	45
3.6 Pengujian Asumsi Klasik	46
3.6.1 Uji Multikolinearitas	47
3.6.2 Uji Autokorelasi	48
3.6.3 Uji Heterokedastisitas	48
3.7 Pengujian Hipotesis	49
BAB IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN.....	52
4.1 Statistik Deskriptif	52
4.2 Pembahasan dan Hasil Analisis	53
4.2.1 Hasil Uji Asumsi Klasik	53
4.2.2 Hasil Analisis	58
BAB V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	63
5.1 Simpulan	63
5.2 Implikasi Teoritis	63
5.3 Implikasi Kebijakan	64
5.4 Keterbatasan Penelitian	65
5.5 Agenda Penelitian Mendatang	66
DAFTAR REFERENSI	68
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	71
LAMPIRAN.....	72

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Fenomena Data Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2005-2007	08
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	37
Tabel 3.1 Pengamatan Perusahaan Yang Membagi Dividend dan Sahamnya Dimiliki Manajemen Periode 2005-2007.....	42
Tabel 3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	45
Tabel 4.1 Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, dan Standar Deviasi	53
Tabel 4.2 Hasil Pengujian Normalitas	54
Tabel 4.3 Hasil Pengujian Normalitas (Transform Ln).....	55
Tabel 4.4 Hasil Perhitungan VIF	55
Tabel 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas	56
Tabel 4.6 Hasil Uji Autokorelasi	57
Tabel 4.7 Hasil Perhitungan Regresi Simultan	58
Tabel 4.8 Hasil Perhitungan Regresi Parsial	59

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	
39	
Gambar 4.1 Hasil Uji Durbin – Watson	
57	

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1. Data Hasil Operasional dari ICMD	72
Lampiran 2. Data Hasil Program SPSS.....	73

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham dan Gapenski, 1996).

Husnan (1996) menyatakan bahwa perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan. Ketiga permasalahan tersebut adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut akan

mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan (Husnan, 1996).

Besarnya *Debt to Equity Ratio (DER)* sangat mempengaruhi *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dimana semakin besar *DER* menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jogiyanto Hartono, 2000 ; P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002).

Komposisi kepemilikan dari perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia berbeda dengan komposisi perusahaan yang belum *go public*. Perbedaan yang sangat nyata adalah bahwa pada perusahaan yang telah *go public* terdapat komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh masyarakat umum (lebih dari 300 investor), sedangkan pada perusahaan yang tertutup, saham yang dimiliki kurang dari 300 investor. Adanya komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh publik ini tentu menimbulkan implikasi bagi perusahaan. Pemegang saham dari kalangan publik ini akan meminta imbal hasil dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan dalam bentuk dividen. Sementara itu pihak manajemen akan merasa keberatan apabila nilai dividen yang diberikan kepada pemegang saham memiliki jumlah yang besar, karena pihak internal dapat memiliki keinginan untuk

menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk memperluas kegiatan operasinya (benturan kepentingan ini seringkali) dibahas dalam teori keagenan (*agency theory*).

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan keuntungan pribadi (gaji), berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan harga saham yang menjadi tujuan dari pemegang saham. Tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan meningkat, pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian deviden perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

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

Aplikasi teori keagenan (*agency theory*) semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana dari pasar modal. Teori asimetri informasi yang menyatakan adanya perbedaan kepemilikan informasi antara manajer dengan investor (dimana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap daripada investor), memberi pemahaman dan bukti empiris bahwa terdapat biaya dalam hubungan antara manajer (pihak internal) dan investor.

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

Pengelompokan perusahaan atas dasar skala operasi (besar atau kecil) dapat dipakai oleh investor sebagai salah satu variabel dalam menentukan keputusan investasi. Tolok ukur yang menunjukkan besar kecilnya suatu perusahaan (*Size*), antara lain total penjualan, rata-rata tingkat penjualan, dan total aktiva. 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 Farinha, 2002).

Perusahaan besar umumnya memiliki total aktiva yang besar pula sehingga dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut dan akhirnya saham tersebut mampu bertahan pada harga yang tinggi. Berkurangnya fluktuasi harga menunjukkan bahwa return saham tersebut kecil. Perusahaan yang

mempunyai nilai skala kecil cenderung kurang menguntungkan dibandingkan dengan perusahaan yang berskala besar. Perusahaan kecil hanya memiliki faktor-faktor pendukung untuk memproduksi barang dengan jumlah terbatas. Oleh karena itu, perusahaan yang berskala kecil mempunyai resiko yang lebih besar daripada perusahaan besar. Perusahaan yang mempunyai risiko yang besar biasanya menawarkan return yang besar untuk menarik investor.

Perusahaan yang memiliki *Investment Opportunity Set (IOS)* tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal yang akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan *asset*, *insider ownership*, *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 BEI periode 1993-1999, sementara ketiga variabel lainnya yaitu *insider ownership*, *free cash flow* dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap *DPR*.

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

hutang, *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Sunarto dan Kartika (2003) dalam penelitiannya menguji pengaruh *cash ratio*, *current ratio*, *DTA*, *ROI* dan *EPS* terhadap Dividen pada 34 perusahaan yang terdaftar di BEJ periode 1999-2000, di mana 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.

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

Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Brigham dan Gapenski, (1996), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yaitu bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besarnya DPR tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan risiko perubahan, yang selanjutnya disusul

dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham dan Gapenski, (1996) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil. Pada dasarnya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relative stabil atau meningkat secara teratur.

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak (*EAT*) dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995).

Alasan penelitian ini menggunakan empat variabel independen dikarenakan adanya fenomena gap dari data empiris. Data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu: *DPR*, *DER*, *Investment Opportunity Set (IOS)*, Ukuran Perusahaan dan *Insider Ownership* dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1:
Fenomena Data Perusahaan yang Terdaftar di BEI
Periode Tahun 2005-2007

Variabel	2005	2006	2007
<i>Debt Equity Ratio (x)</i>	0,490	0,510	0,640
<i>Investmen Opportunity Set (x)</i>	0,012	0,039	0,014
Ukuran Perusahaan (x)	0,420	0,810	0,870
<i>Insider Ownership (x)</i>	0,089	0,089	0,077
<i>Dividend Payout Ratio (x)</i>	0,410	0,560	0,510

Sumber: ICMD, 2008

Tabel 1.1 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata DPR per tahun dari tahun 2005-2007 pada perusahaan manufaktur menunjukkan trend yang fluktuatif, yang mana pada tahun 2005 besarnya DPR sebesar 0,41 kemudian tahun 2006 sebesar 0,56 dan pada tahun 2007 turun menjadi sebesar 0,51. Peningkatan *DPR* pada tahun 2005-2006 diikuti variabel *DER*, pertumbuhan asset dan ukuran perusahaan, sementara *insider ownership* menunjukkan trend yang menurun.

Fenomena empiris dalam penelitian ini didasarkan pada inkonsistensi data, dimana berdasarkan Tabel 1.1 menunjukkan bahwa *DER*, *IOS* dan Ukuran Perusahaan pada tahun 2005-2006 menunjukkan fenomena yang searah dengan *DPR* dan membentuk hubungan positif, sedangkan *DER*, ukuran perusahaan pada tahun 2006-2007 menunjukkan fenomena yang searah dengan *DPR* dan membentuk hubungan positif, sedangkan *insider ownership* pada tahun 2006-2007 menunjukkan pengaruh yang positif terhadap *DPR*.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap *DPR* yaitu: (1) *Debt to equity ratio* dinyatakan berhubungan positif terhadap *DPR* (Jensen et.al, 1992), tetapi hal

tersebut kontradiktif dengan Chang dan Rhee (1990) dan Ismiyanti dan Hanafi (2004) yang menyatakan bahwa *Debt to equity ratio* mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap dengan *DPR*, (2) *Insider ownership* dinyatakan tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *DPR* oleh Crutchley dan Hansen (1989), Hatta (2002) dan Ismiyanti dan Hanafi (2004), tetapi kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen et.al, (1992), dan Mollah (2000) yang menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan positif *insider ownership* terhadap *DPR* sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, (3) *Size* dinyatakan tidak berpengaruh signifikan negatif terhadap *DPR* oleh Jensen et.al., (1992); dan Hatta (2002) namun menurut Chang dan Rhee (1990), ukuran perusahaan dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap *DPR*, dan (4) *IOS* dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap *DPR* (Mahadwartha dan Hartono, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif *IOS* terhadap *DPR* atas dasar *research gap* dari hasil penelitian terdahulu tersebut perlu dilakukan penelitian lanjutan.

Berdasarkan pertimbangan dan tujuan investasi dari investor, maka perlu dilakukan perluasan penelitian untuk menguji pengaruh *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *firm size* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen yang diukur melalui *dividend payout ratio* yang didasarkan pada kebijakan yang ditempuh oleh manajemen perusahaan.

1.2. Perumusan Masalah

Dua hal penting yang dapat mempengaruhi investor dalam menentukan investasi, adalah pengharapan mereka untuk memperoleh *dividend* atau *capital gain*. Masalah dividen disini menjadi penting karena hal tersebut berhubungan dengan distribusi pendapatan di masa yang akan datang yang dicerminkan melalui DPR, sehingga dapat dipakai sebagai signal oleh investor mengenai prospek perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan *fenomena gap* diatas yaitu terdapatnya ketidakkonsistenan arah kenaikan atau penurunan dari data-data penelitian. Berdasarkan hasil-hasil penelitian diatas juga terlihat adanya kontradiksi sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan. Kontradiksi tersebut adalah *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *size* dan *investment opportunity set* yang dinyatakan beberapa peneliti berhubungan positif dengan *debt to equity ratio (DER)* sedangkan beberapa peneliti lain menyatakan tidak berhubungan. Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* dan yang menjadi pertanyaan dalam penelitian ini adalah: Bagaimana pengaruh *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *size*, dan *Investment Opportunity Set* terhadap *dividend payout ratio*?

1.3. Tujuan Dan Kegunaan Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

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

1. Menganalisis pengaruh rasio *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*.
2. Menganalisis pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*.
3. Menganalisis pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio*.

4. Menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap *dividend payout ratio*.

1.3.2. Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan 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 *dividend 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* pada perusahaan publik di Indonesia.
4. Hasil penelitian diharapkan dapat dipergunakan sebagai masukan atau bahan pembandingan bagi peneliti lain yang melakukan penelitian sejenis ataupun penelitian yang lebih luas.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1 Telaah Pustaka

2.1.1 Pengertian dan Teori Kebijakan *Dividend*

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. Dari pengertian tersebut, *dividen payout ratio* didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi, dan kepentingan perusahaan disisi yang lain.

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. Menurut Kolb (1983) dalam Van Horne (1991), kebijakan dividen 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 kebijakan dividen 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 kebijakan dividen, 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 kebijakan dan asumsi-asumsi yang mendasarinya:

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

Menurut Modigliani dan Miller (MM), *dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa *dividend 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 Modigliani dan Miller (MM) mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan,
- tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi,
- kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap kebijakan dividen,
- investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang,
- 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 Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner 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. Modigliani dan Miller (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, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat Gordon dan Lintner oleh Modigliani dan Miller (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 Modigliani dan Miller (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 kebijakan dividen 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.

(4) Stakeholder Theory

Dalam Atika Jauhari (2002), disebutkan berkaitan dengan temuan Gordon (1959) bahwa dividen yang akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, terdapat sejumlah penelitian yang menghipotesiskan kemungkinan adanya interaksi antara keputusan investasi dan keputusan pemegang finansial (Titman, 1984). Model ini menyarankan pemegang equitas mempunyai insentif untuk memaksimalkan kesejahteraan non-investor stakeholder dalam perusahaan.

Terdapat beberapa literatur yang mengajukan sebuah teori yang menghubungkan dua keputusan tersebut, yaitu teori Stakeholder (Stakeholder Theory). Teori tersebut memberikan suatu pandangan perusahaan sebagai sebuah *nexus of contract* (kumpulan kontrak-kontrak) dengan memasukan investor dan non-investor sebagai stakeholder perusahaan. Teori ini dikemukakan oleh Cornell dan Shapiro (1987) yang melengkapi temuan Titman (1984) dengan melihat klaim implisit (*implicit claim*) dari suatu perusahaan.

Aspek klaim implisit dari teori stakeholder Cornell dan Shapiro menciptakan hubungan antara keputusan investasi dan keputusan finansial/keuangan perusahaan. Karena tingkat dari *net operating income* dari perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan finansial, seperti rasio pembayaran dividen (*dividen-payout ratio*). Dengan kata lain kas yang seharusnya digunakan untuk investasi dan nantinya akan memperbesar *net operating income* perusahaan, akan menjadi berkurang jumlahnya jika digunakan untuk membayar dividen. Satu faktor penting dari teori ini adalah perbedaan antara klaim implisit dan klaim eksplisit dari perusahaan. Klaim eksplisit digolongkan sebagai jaminan produk (*product warranties*), kontrak harga, dan kontrak gaji, atau dengan kata lain merupakan kontrak hukum/sudah jelas hukumnya

(*legal law*). Sedangkan klaim implisit digolongkan sebagai klaim dari pihak yang mempunyai hubungan dengan perusahaan, seperti: *supplier*; *distributor*, konsumen, klien, ataupun karyawan, misalnya: kemauan untuk menghasilkan jasa atau pelayanan yang baik, mempekerjakan orang lain tanpa kontrak, atau meneruskan sumber suplai yang tidak memerlukan negosiasi baru.

5. Pecking Order Theory

Pada tahun 1984 Myers dan Majluf mengemukakan teori *pecking order* yang merupakan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, kemudian hutang, dan modal sendiri eksternal sebagai pilihan terakhir (J. Fred Weston dan Thomas E. Copeland (1997)). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang profitable umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut disebabkan perusahaan memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan-perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena alasan dana internal yang tidak mencukupi kebutuhan dan karena hutang merupakan sumber eksternal yang disukai. Dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena pertimbangan biaya emisi hutang jangka panjang yang lebih murah dibanding dengan biaya emisi saham.

Pecking order theory tidak secara eksplisit membahas risiko prospek perusahaan, walaupun urutan pendanaan didasarkan pada risiko atau ketidakpastian prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Ketidakpastian lingkungan bisnis tidak dapat diabaikan. Oleh karena itu risiko bisnis sebagai proksi *balancing theory*

atau *trade-off theory* dapat dijadikan sebagai variabel kontrol (Brigham & Gapenski, 1996). Prospek perusahaan dapat diproksi dari profitabilitas dan pertumbuhan ukuran perusahaan selama periode waktu tertentu, sedangkan konsep risiko perusahaan dapat diproksi dari varian atau deviasi standar *return on asset* (Chang & Rhee, 1990 dalam Mayangsari, 2001). Bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa tidak semua indikator prospek perusahaan dan risiko perusahaan memberikan hasil yang konsisten. Hal tersebut dikarenakan tidak ada teori tunggal struktur modal yang secara universal mampu menjelaskan kebijakan pendanaan dalam dimensi ruang dan waktu yang berbeda (Kaaro, 2000). Brigham dan Gapenski (1996) menyebutkan dengan kombinasi *balancing theory* dan *pecking order theory*, dapat disimpulkan mengenai perilaku perusahaan sebagai berikut :

1. Penggunaan hutang memberikan keuntungan karena adanya pengurangan pembayaran pajak akibat bunga hutang, oleh karena itu perusahaan sebaiknya menggunakan hutang dalam struktur modalnya.
2. Namun demikian, biaya kebangkrutan dan biaya keagenan membatasi penggunaan hutang. Setelah melebihi dari suatu titik tertentu, biaya tersebut menutup keuntungan penggunaan hutang.
3. Karena adanya asimetri informasi, perusahaan cenderung memelihara kemungkinan berhutang untuk dapat mengambil keuntungan dari kesempatan investasi tanpa harus menerbitkan saham baru pada harga yang turun akibat *bad signaling*

Model *asymmetric information signaling* ini menyatakan bahwa tingkat informasi yang berbeda antara *insiders*/ pihak manajemen dan *Outsiders* / pihak

pemodal dimana pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pihak pemodal, sedemikian rupa hingga insiders bertindak sebagai penyampai informasi mengenai nilai perusahaan pada outsiders. Model tersebut memprediksi bahwa perubahan bauran antara hutang dan modal sendiri suatu perusahaan memuat informasi mengenai nilai saham.

Leland dan Pyle (1977) dalam Mayangsari (2001) membuktikan bahwa pengumuman penawaran saham menyebabkan perubahan proporsi kepemilikan *insiders* berpengaruh positif terhadap *return* saham. Peningkatan *struktur modal* memuat informasi yang positif berkaitan dengan kapasitas perusahaan untuk menyediakan hutang dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya penurunan *struktur modal* memberikan *signal* informasi yang negatif. Fama (1985) dalam Mayangsari (2001) menyatakan bahwa perusahaan yang mengumumkan kesepakatan hutang dengan bank memberikan *signal* informasi yang positif. Hal ini disebabkan *bankers* mengetahui rahasia informasi yang negatif selama proses peminjaman. Sebaliknya perusahaan yang mengumumkan pengurangan hutang dari bank memuat informasi *insiders* yang tidak menguntungkan dari tindakan *bankers*. Lucas dan McDonald (1990) dalam Mayangsari (2001) menyatakan bahwa pasar menduga adanya *overvaluation* pada saham saat manajer mengumumkan penawaran saham. *Signal* negatif yang diterima *outsiders* dapat dikurangi bila keunggulan informasi yang dimiliki oleh *insiders* dikurangi. Karena adanya asimetri informasi, pada awal dekade 1960-an Gordon Donaldson dalam Myers (1984) juga menyimpulkan bahwa perusahaan lebih senang menggunakan dana dengan urutan: (1) Laba ditahan dan dana dari depresiasi (2) Hutang dan (3) Penerbitan saham baru.

2.1.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manager cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

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

Pasar Modal (BAPEPAM) serta investor publik dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer demi kepentingan pemilik saham di luar manajemen.

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Elloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meekling, 1976 dalam Elloumi dan Gueyie, 2001).

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

2.1.3. 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 terdapat dimana-mana khususnya pada perusahaan-perusahaan besar yang modern, dimana satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham dan Gapenski, 1996). *Agency theory* menurut Jensen dan Meckling (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (*principal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor. Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer, potensial terjadi 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 dan Gapenski, 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 kebijakan dividen dan *insider ownership*. Untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar, Jensen menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan

insider ownership 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).

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

Berbagai macam faktor dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. 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 kebijakan dividen yang antara lain adalah:

(1) *Debt to Equity Ratio (DER)*

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). *Debt to equity ratio (DER)* dapat digunakan sebagai proksi rasio solvabilitas (Syahib Natarsyah, 2000). *DER* menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Modigliani dan Miller (1968) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya *DER* karena adanya efek dari

corporate tax shield. Sehingga dengan menggunakan hutang perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar. Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER : \frac{TD}{TE}$$

dimana;

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar *DER* menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang.

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

H1: Terdapat pengaruh positif *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*

(2) *Insider Ownership*

Demsetz dan Lehn (1985) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa *insider ownership* dapat bervariasi di antara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para *insider* yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdifersifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi.

Kontrol terhadap suatu perusahaan memberikan nilai *incremental* terbesar bila ternyata *asimetry informasional* antara *insider* dan *outsider*-nya paling besar. Jika *outsider* mengetahui usaha-usaha perusahaan dan manajerial seperti yang diketahui oleh *insider*, maka nilai *incremental* yang diperoleh oleh *insider* menjadi kecil. Demsetz dan Lehn (1985) berargumen bahwa resiko spesifik perusahaan yang tinggi adalah meningkatkan nilai *insider ownership*, hal ini disebabkan kontribusi para manajer terhadap kinerja perusahaan sulit diukur karena adanya *noise* yang

diciptakan oleh faktor-faktor eksternal. Perusahaan-perusahaan dengan jumlah divisi yang besar juga akan lebih mahal untuk dimonitor bagi para *outsider*.

Manfaat-manfaat dari *insider ownership* akan sebagian atau seluruhnya terhapuskan oleh biaya-biaya untuk membujuk para manajer untuk tidak mendiversifikasikan (*maldiversity*) kekayaan mereka. Keengganan resiko manajerial dan pembatasan-pembatasan pada manajerial membatasi kemauan dan kemampuan para manajer untuk menjadi pemilik, sehingga akan membatasi suplai *insider ownership*. Para manajer yang enggan beresiko (*risk averse*) akan mengambil suatu posisi yang lebih besar dalam dalam suatu perusahaan hanya jika perusahaan tersebut menghasilkan *rate of return* yang lebih tinggi sehingga dapat mengkompensasi resiko yang muncul. Batasan pada kekayaan manajerial berakibat menimbulkan biaya yang lebih tinggi bagi para manajer untuk mengontrol kepentingan / andil dalam perusahaan-perusahaan besar.

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

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

H2: Terdapat pengaruh positif *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*

(3) *Size*

Ukuran perusahaan mungkin 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 dalam Farinha, 2002). Bagaimanapun Smith dan Watts, 1992 (dalam Farinha, 2002) menunjukkan, dasar teori pada pengaruh dari ukuran (*size*) terhadap kebijakan dividen 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 Farinha, 2002).

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 kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek, perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari total aktiva (Farinha, 2002).

H3: Terdapat pengaruh positif *size* terhadap *dividend payout ratio*

(4) Investment Opportunity Set (IOS)

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

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

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

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

Meskipun terdapat 3 klarifikasi proksi *IOS*, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi *IOS* saja yaitu *book to market equity* (*BVE/MVE*) yang kemudian disempurnakan oleh Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menjadi *MVE / BVE* yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan

Trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya. Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

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

$$MVE / BVE : \frac{MC}{TE} .$$

dimana ;

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

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

TE : Total ekuitas

Elluomi dan Gueyie (2001) dalam penelitian menemukan bahwa proksi *IOS* berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai *IOS* tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment*

opportunity set (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

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

H4: Terdapat pengaruh negatif *IOS* terhadap *dividend payout ratio*

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian Crutchley dan Hansen (1989) menghasilkan kesimpulan bahwa rasio pembayaran *dividen* suatu perusahaan dipengaruhi oleh 5 karakteristik yang spesifik dari perusahaan itu sendiri yakni *diversivication 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 *insider ownership*, *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. 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*.

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

Penelitian yang dilakukan oleh Mollah et al., (2000) 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.,(1998) adalah *dividend payout ratio (DPR)* sedangkan yang menjadi variabel independen adalah: *Insider ownership*, *Dispersion of Ownership*, *Free Cashflow* dan *Colleteralizable Assets*. Variabel *Insider Ownership* atau rasio kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer, direktur atau pemilik perusahaan, pemilihan variabel *insider ownership* ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), dan Jensen et al. (1992), 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 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. *Colleteralizable Assets*, Rasio aktiva tetap pada aktiva total dipertimbangkan sebagai *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan dan memiliki hubungan positif dengan *dividend payout ratio*.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan *asset*, *insider ownership*, *free cash flow* dan Ukuran perusahaan terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR)*, di mana 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 *insider ownership*, *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, di mana 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.

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

Ismiyanti dan Hanafi (2004) menguji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, dan kepemilikan institutional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang *listed* di BEJ sebelum tahun 1997. Hasil penelitiannya menunjukkan hutang (*DER*) mempunyai pengaruh yang negative

terhadap *DPR*, kepemilikan manajemen tidak signifikan mempengaruhi *DPR* namun mempunyai koefisien yang negative, Resiko mempunyai hubungan yang negative dan signifikan sedangkan kepemilikan institutional tidak signifikan mempengaruhi *DPR* namun mempunyai koefisien yang positif.

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)	<p><i>Variabel Independen:</i></p> <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> <p><i>Variabel Dependen: DPR</i></p>	Analisis Regresi	<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, advertising</i> dan R&D ▪ Kelima karakteristik diatas memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan kepemilikan saham manajemen, <i>debt</i> dan dividen dengan meminimalkan <i>agency cost</i>.
2	Chang dan Rhee (1990)	<p><i>Variabel Independen:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Growth</i> ▪ <i>Earning variability</i> 	Analisis Regresi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Growth</i> pada penelitian ini tidak signifikan tetapi tetap berpengaruh negatif pada <i>dividend payout</i>

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
		<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Nondebt Tax shields</i> ▪ <i>Firm size</i> ▪ <i>Profitability</i> Variabel Dependen: DPR		<i>ratio</i> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Variabel <i>Earning variability, Nondebt tax shields, firm size</i> berpengaruh positif pada <i>dividend payout ratio</i>
3	Jensen, et al., (1992)	Variabel Independen: <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> Variabel Dependen: DPR	Analisis Regressi	<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	Mollah (2000)	Variabel Independen: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kepemilikan saham manajemen ▪ <i>Dispersion of Ownership</i> ▪ <i>Free Cash Flow</i> ▪ <i>Collateralizable Assets</i> Variabel Dependen: DPR	Analisis Regressi	<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

No	Peneliti	Variabel / Indikator	Model Analisis	Hasil
				Alli et al., (1993)
5	Hatta (2002)	<i>Variabel Independen:</i> pertumbuhan asset, kepemilikan saham manajemen, free cash flow dan Ukuran perusahaan <i>Variabel Dependen:</i> DPR	Analisis Regressi	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.
6	Sunarto dan Kartika (2003)	<i>Variabel Independen:</i> cash ratio, current ratio, DTA, ROI dan EPS <i>Variabel Dependen:</i> DPR	Analisis 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.
7	Ismiyanti dan Hanafi (2004)	<i>Variabel Independen:</i> kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, resiko, dan kepemilikan institutional <i>Variabel Dependen:</i> DPR	Analisis Regressi	Hasil penelitiannya menunjukkan hutang (DER) mempunyai pengaruh yang negative terhadap DPR, kepemilikan manajemen tidak signifikan mempengaruhi DPR namun mempunyai koefisien yang negative, Resiko mempunyai hubungan yang negative dan signifikan sedangkan kepemilikan institutional tidak signifikan mempengaruhi DPR namun mempunyai koefisien yang positif

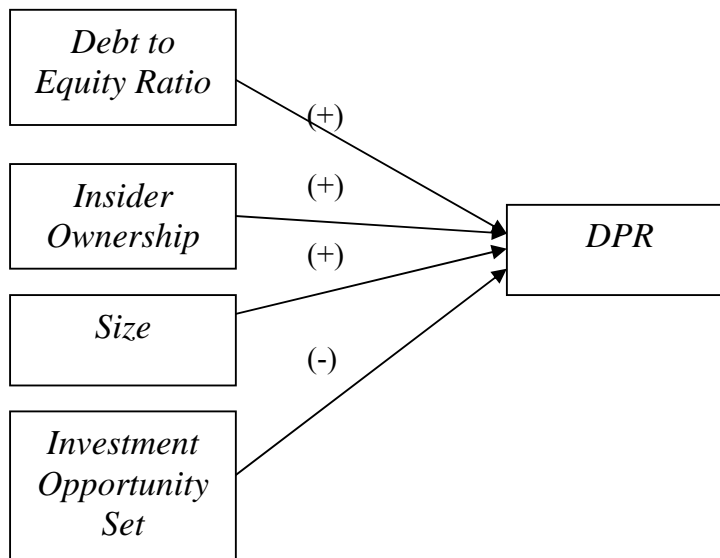
Sumber : berbagai jurnal dan tesis

Fokus penelitian kali ini adalah meneliti hubungan antara *variable independen: debt to equity ratio, insider ownership, size dan investment opportunity set* terhadap *variable dependen dividen payout ratio* sehingga posisi penelitiannya terletak diantara penelitian yang dilakukan Jensen et al., (1992) dan penelitian yang dilakukan Hatta (2002).

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasar konsep-konsep dasar teori dan hasil-hasil penelitian terdahulu tersebut maka faktor-faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi dividend payout ratio adalah *DER, insider onwnership, asset growth, size, dan IOS*. Atas dasar analisis faktor-faktor tersebut maka pengaruh dari masing-masing variabel tersebut terhadap DPR dapat digambarkan dalam kerangka pemikiran teoritis seperti ditunjukkan dalam Gambar 2.1 berikut ini:

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



Sumber : Berbagai Jurnal

Sedangkan yang menjadi hipotesa pada penelitian kali ini adalah:

- H1 : Terdapat pengaruh positif *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*
- H2 : Terdapat pengaruh positif *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*
- H3 : Terdapat pengaruh positif *size* terhadap *dividend payout ratio*
- H4 : Terdapat pengaruh negatif *IOS* terhadap *dividend payout ratio*

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Semua sumber data yang digunakan untuk menghitung tiap-tiap faktor dalam studi ini diperoleh dari:

1. *Indonesian Capital Market Directory.*
2. *Jakarta Stock Exchange Monthly Statistic.*
3. Jurnal Pasar Modal

3.2 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang menjadi obyek studi ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang sahamnya terdaftar di BEJ sejak 2005-2007. Sementara jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ pada periode tersebut sejumlah 151 perusahaan. Alasan dipilihnya sektor manufaktur karena merupakan sektor yang terbesar di Bursa Efek Indonesia, sedangkan alasan dipilihnya periode Tahun 2005-2007 karena merupakan yang terbaru sehingga hasilnya akan menjadi lebih baik. Pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode penggabungan atau *pooling data (time series dan cross-sectional)*. *Pooling data* dilakukan dengan menjumlahkan perusahaan yang memenuhi kriteria penelitian pada periode tiga tahun penelitian, yaitu tahun 2005 sampai tahun 2007. Keunggulan pengumpulan sampel secara *pooling data* yaitu dengan diperolehnya jumlah sampel yang lebih

besar, maka diharapkan dapat meningkatkan *power of test* pada penelitian ini.

Sampel diperoleh dengan menggunakan *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan manufaktur yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2005-2007) sejumlah 151 perusahaan;
2. Perusahaan manufaktur yang selalu membagikan dividen selama periode pengamatan (2005-2007) sejumlah 17 perusahaan;

Berdasarkan teknik *purposive sampling* diatas, diperoleh sampel sejumlah 17 perusahaan.

Berdasarkan teknik *purposive sampling* diatas, diperoleh sampel sejumlah 17 perusahaan, karena jumlah sampel yang relative kecil, maka dalam proses pengolahan data digunakan metode *pooled*, dimana data pengamatan menjadi 51 pengamatan (3 tahun x 17 sampel = 51 data amatan), hal tersebut sudah memenuhi jumlah sampel minimum untuk bias diregresi yaitu sejumlah 30 sampel (Ghozali, 2001).

Tabel 3.1

**Pengamatan Perusahaan Yang Membagi Dividend dan Sahamnya dimiliki
Manajemen Periode 2005 – 2007**

No.	Nama perusahaan
1	PT International Nickel Indonesia
2	PT Gudang Garam
3	PT Lautan Luas

4	PT Alumindo Light Metal Industry
5	PT Citra Tubindo
6	PT. Lionmesh Prima
7	PT Lion Metal Works
8	PT Sumi Indo Kabel
9	PT Metrodata Electronic
10	PT Goodyear Indonesia
11	PT Hexindo Adiperkasa
12	PT Indo Kordsa
13	PT Berlian Laju Tanker
14	PT. Tigaraksa Satria
15	PT Bank Central Asia
16	PT Mandala Multifinance
17	PT Summarecon Agung

3.3 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

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

Variabel *Dividend Payout Ratio*

Variabel ini diberi simbol DPR. Variabel ini merupakan rasio *dividend per share* terhadap *earning per share*.

Variabel *Debt to Equity Ratio*

Variabel ini diberi simbol DER. Diukur dengan membagi total hutang dengan total *equity*.

Variabel *Insider Ownership*

Variabel ini diberi simbol INSIDER. Diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki oleh *insider*. *Insider ownership* adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur, dan komisaris).

Variabel Ukuran Perusahaan

Variabel ini diberi simbol SIZE. Variabel ini diukur dengan *natural logarithm* dari total aktiva.

5. *Investment Opportunity Set (IOS)*, dalam penelitian ini diproksikan dengan rasio MVE/BVE. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993 dan Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi, 2003). Rumus MVE/BE ini adalah sebagai berikut :

$$\text{MVE / BVE} = \frac{MC}{TE}$$

dimana ;

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

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

TE : Total ekuitas

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

Tabel 3.2
Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

JENIS VARIABEL	KETERANGAN	SIMBOL	SKALA	PENGUKURAN
DEPENDEN	<i>Dividend Payout Ratio</i>	DPR (Y _i)	Rasio	$\frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$
INDEPENDEN	<i>Debt to Equity</i>	DEBT (X ₁)	Rasio	$\frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Total Equity}}$
	<i>Insider Ownership</i>	INSIDER (X ₂)	Rasio	$\frac{\% \text{ insider ownership}}{\% \text{ jumlah saham beredar}}$
	Ukuran Perusahaan	SIZE (X ₃)	Rasio	<i>Ln of total aktiva</i>
	Investment Opportunity Set	IOS (X ₄)	Rasio	<i>MC / TE</i>

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 supaya hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian, baik secara parsial melalui uji-t maupun secara simultan melalui uji F, 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)* atau menurut Ghozali, (2001), disebut dengan Pooled TCSS OLS yang dirumuskan dengan model sebagai berikut:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana :

(Y_i) = DPR

(X₁) = DER

(X₂) = Insider

(X₃) = Size

(X₄) = IOS

β_0 = constanta

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_4$ = 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 multikolinearitas antar variabel independen, tidak terjadi heteroskedastisitas atau varian variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas) dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Ghozali, 2001).

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 (Ghozali, 2001). 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 (Ghozali, 2001). Menurut Ghozali, (2001), 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 (Ghozali, 2001). 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 (Ghozali, 2001).

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 (Ghozali, 2001).

3.7 Pengujian Hipotesis

Ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual dapat diukur dari Goodness of fitnya. Secara statistik, setidaknya ini dapat diukur dari koefisien determinasi, nilai statistik-F dan nilai statistik-t. Perhitungan statistik disebut

signifikan secara statistik apabila uji statistiknya berada dalam daerah kritis (daerah dimana H_0 ditolak). Sebaliknya disebut tidak signifikan bila nilai uji statistiknya berada dalam daerah dimana H_0 diterima. Untuk menguji kebenaran hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dilakukan dengan beberapa pengujian yaitu pengujian koefisien determinasi, uji-t dan uji-F (Ghozali, 2001).

Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan cara sebagai berikut:

(1) Koefisien determinasi

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel-variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Secara umum koefisien determinasi untuk data silang (*crosssection*) relative rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan, sedangkan untuk data runtun waktu (*time series*) biasanya mempunyai nilai koefisien determinasi yang tinggi.

(2) Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji t-statistik)

Uji ini merupakan uji signifikansi (pengaruh nyata) variabel independen (X_i) terhadap variabel dependen (Y) secara parsial. Uji t-statistik juga berarti uji keberartian koefisien (b_i). 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:

$$t_{\text{hitung}} = \frac{\text{Koefisien regresi } (b_i)}{S.E. \text{ } (b_i)}$$

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.

(3) Uji Signifikansi Simultan (Uji F-statistik)

Uji statistic F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variable independen atau bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variable dependen/terikat.

Hipotesis ini dirumuskan sebagai berikut:

$$H_1 : b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \geq 0$$

Artinya terdapat pengaruh yang signifikan secara bersama-sama dari variabel independen (X_1 s/d X_5) terhadap variabel dependen (Y).

Nilai F-hitung dapat dicari dengan rumus:

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (N - k)}$$

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

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

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan diuraikan hal-hal yang berkaitan dengan data-data yang berhasil dikumpulkan, hasil pengolahan data dan pembahasan dari hasil pengolahan tersebut. Adapun urutan pembahasan secara sistematis adalah sebagai berikut: deskripsi umum hasil penelitian, pengujian asumsi klasik, analisis data yang berupa hasil analisis regresi, pengujian variabel independen secara parsial dan simultan dengan model regresi, pembahasan tentang pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari seluruh emiten yang terdaftar di BEI tidak semua dijadikan sampel penelitian, karena dalam penelitian ini yang dijadikan sampel adalah perusahaan manufaktur yang listed di BEI periode 2005-2007 yang mengeluarkan data-data keuangan dan yang membagikan dividen. Dari 151 perusahaan yang terdaftar hanya 17 perusahaan yang memenuhi semua syarat penelitian untuk dijadikan sampel. Beberapa sampel digugurkan karena tidak memenuhi kriteria yang telah ditetapkan dan karena ketidaklengkapan data. Ketidaklengkapan data yang dimaksud adalah terdapat 134 perusahaan yang tidak membagikan dividen dan sahamnya tidak dimiliki manajemen.

4.1. Statistik Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007) maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang

digunakan dalam penelitian ini yang meliputi *Dividen Payout Ratio (DPR)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Insider Ownership*, *Firm Size*, dan *IOS*.

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1.
Perhitungan Minimum, Maksimum, Mean, Median, Standar Deviasi
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Insider	51	,01	25,58	3,1608	1,94541
IOS	51	,27	7,64	1,5133	1,27342
Size	51	11,28	17,15	13,7808	1,49920
DER	51	,09	5,23	1,3963	1,12436
DPR	51	,02	138,00	32,8645	28,89263
Valid N (listwise)	51				

Sumber: Data Sekunder, ICMD 2008 diolah

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4.1 tersebut nampak bahwa dari 17 perusahaan sampel dengan 51 obyek pengamatan (17 x 3), rata-rata DPR selama periode pengamatan (2005-2007) sebesar 32,8645 dengan standar deviasi (SD) sebesar 28,89263; hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih kecil daripada rata-rata DPR, hal tersebut menunjukkan bahwa data variabel DPR mengindikasikan hasil yang terdistribusi baik, Hasil yang sama dengan DPR adalah variabel DER, Insider Ownership, Size dan IOS.

4.2. Pembahasan dan Hasil Analisis

4.2.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama tiga tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian

ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: normalitas data, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut:

1. Normalitas Data

Untuk menentukan data dengan uji Kolmogorov-Smirnov, nilai signifikansi harus diatas 0,05 (Imam Ghozali, 2005) Pengujian terhadap normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov menunjukkan nilai insider ownership, dan IOS mempunyai nilai signifikansi dibawah 0,05 yaitu sebesar 0,001 dan 0,024, hal ini berarti data yang ada terdistribusi tidak normal.

**Tabel 4.2:
Hasil Pengujian Normalitas**

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Insider	IOS	Size	DER	DPR
N		51	51	51	51	51
Normal Parameters ^a	Mean	3,1608	1,5133	13,7808	1,3963	32,8645
	Std. Deviation	1,94541	1,27342	1,49920	1,12436	28,89263
Most Extreme Differences	Absolute	,312	,208	,124	,160	,160
	Positive	,312	,208	,104	,160	,160
	Negative	-,298	-,176	-,124	-,123	-,128
Kolmogorov-Smirnov Z		2,225	1,486	,884	1,140	1,146
Asymp. Sig. (2-tailed)		,000	,024	,415	,149	,145

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel diatas, maka perlu dilakukan transform Ln untuk menormalkan data insider ownership dan IOS seperti yang dijelaskan pada Tabel berikut:

Tabel 4.3:
Hasil Pengujian Normalitas (Transform Ln)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	LnInsider	LnIOS	Size	DER	DPR	
N	51	51	51	51	51	
Normal Parameters	Mean	-,1163	,1704	13,7808	1,3963	32,8645
	Std. Deviation	1,82659	,67555	1,49920	1,12436	28,89263
Most Extreme Differences	Absolute	,198	,126	,124	,160	,160
	Positive	,077	,126	,104	,160	,160
	Negative	-,198	-,080	-,124	-,123	-,128
Kolmogorov-Smirnov Z	1,413	,900	,884	1,140	1,146	
Asymp. Sig. (2-tailed)	,097	,393	,415	,149	,145	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Berdasarkan Tabel 4.3 diatas, data Ln Insider ownership dan Ln IOS mempunyai nilai signifikansi diatas 0,05 sehingga datanya menjadi normal.

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 4.4 sebagai berikut:

Tabel 4.4
Hasil Perhitungan VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DER	,997	1,003
	LnInsider	,894	1,119
	Size	,980	1,021
	LnIOS	,911	1,098

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Sampel Tabel 4.4 menunjukkan bahwa keempat variabel independen tidak terjadi multikolinearitas karena nilai VIF < 10.

Dengan demikian keempat variabel independen tersebut dapat digunakan untuk memprediksi *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: (Ghozali, 2004)

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

dimana:

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

Hasil uji heteroskedastisitas dapat ditunjukkan dalam Tabel 4.5 sebagai berikut:

Tabel 4.5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	47,275	25,535		1,851	,071
	DER	-5,087	2,404	-,277	-1,512	,098
	LnInsider	4,188	1,563	,370	1,680	,080
	Size	-1,539	1,819	-,112	-,846	,402
	LnIOS	2,819	4,186	,092	,674	,504

a. Dependent Variable: RES

Sumber: Output SPSS 11.5; Coefficients diolah

Berdasar hasil yang ditunjukkan dalam Tabel 4.5 tersebut nampak bahwa semua variabel bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa semua variabel bebas tersebut tidak terjadi heteroskedastisitas dalam varian kesalahan.

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 ($k = 4$) dan banyaknya data ($n = 17$). Adapun hasil dari uji autokorelasi dapat dilihat pada Tabel 4.6 berikut:

Tabel 4.6:
Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary^b

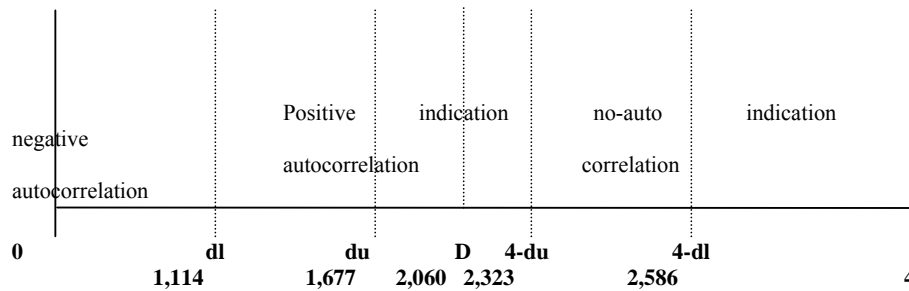
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,524 ^a	,450	,433	1,35978	2,060

a. Predictors: (Constant), LnIOS, Size, DER, LnInsider

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan hasil hitung Durbin Watson sebesar 2,060; sedangkan dalam Tabel DW untuk “k”=4 dan N=17 besarnya DW-Tabel: dl (batas luar) = 1,114; du (batas dalam) = 1,677; $4 - du = 2,323$; dan $4 - dl = 2,586$ maka dari perhitungan disimpulkan bahwa DW-test terletak pada daerah uji. Hal ini dapat dilihat pada gambar 4.1 sebagai berikut:

Gambar 4.1
Hasil Uji Durbin Watson



Sesuai dengan gambar 4.1 tersebut menunjukkan bahwa Durbin Watson berada di daerah *no autocorrelation*. Artinya tidak terdapat kesalahan data pada periode lalu yang mempengaruhi data periode sekarang (2005-2007)

4.2.2. Hasil Analisis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama empat variabel independen tersebut (DER, Ln Insider Ownership, Firm size, dan Ln IOS) terhadap DPR seperti ditunjukkan pada Tabel 4.7. sebagai berikut :

Tabel 4.7
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2087,356	4	521,839	2,605	,017 ^a
	Residual	39651,850	46	861,997		
	Total	41739,206	50			

a. Predictors: (Constant), LnIOS, Size, DER, LnInsider

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,605 dan nilai signifikansi sebesar 0,017. Karena F hitung ($2,605 > F$ tabel (1,96) dan nilai signifikansi $< 0,05$ yaitu sebesar 0,017 maka H_0 ditolak dan H_1 diterima sehingga terdapat pengaruh yang signifikan variabel DER, Ln Insider Ownership, Firm size, dan Ln IOS secara bersama-sama terhadap variabel DPR atau dengan kata lain model yang digunakan layak (goodness of fit).

Nilai koefisien determinasi (adjusted R^2) sebesar 0,433 atau 43,3% hal ini berarti 43,3% variasi DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari keempat variabel bebas yaitu DER, Ln Insider Ownership, Firm size, dan Ln IOS sedangkan sisanya sebesar 56,7% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model.

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,524 ^a	,450	,433	1,35978	2,060

a. Predictors: (Constant), LnIOS, Size, DER, LnInsider

b. Dependent Variable: DPR

Sementara itu secara parsial pengaruh dari keempat variabel independen tersebut terhadap DPR ditunjukkan pada Tabel 4.8 sebagai berikut:

Tabel 4.8
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6,934	3,289		2,108	,036
	DER	2,526	1,099	,320	2,299	,029
	LnInsider	2,529	1,605	,154	1,576	,318
	Size	-2,303	1,098	-,210	-2,097	,043
	LnIOS	-2,387	1,070	-,303	-2,230	,031

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari Tabel 4.8 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 6,934 + 2,526 \text{ DER} + 2,529 \text{ Ln Insider} - 2,303 \text{ Size} \\ - 2,387 \text{ Ln IOS} + e$$

Hasil pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel *DER*

Dari hasil perhitungan uji-t diperoleh nilai t hitung sebesar (2,299) dengan nilai signifikansi sebesar 0,029. Karena nilai t hitung (2,299) lebih besar dari t-tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% yaitu sebesar 2,9% maka hipotesis 1 diterima berarti ada pengaruh positif antara variabel *DER* dengan variabel *DPR*.

Semakin besar *DER* menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya

adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2. Variabel Ln *Insider Ownership*

Dari hasil perhitungan uji-t diperoleh nilai t hitung sebesar (1,576) dengan nilai signifikansi sebesar 0,318. Karena nilai t hitung (1,576) lebih kecil dari t-tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih besar dari 5% yaitu sebesar 31,8% maka hipotesis 2 ditolak. Hasil penelitian ini berarti tidak ada pengaruh antara variabel Ln *Insider Ownership* dengan variabel DPR.

Jensen et al. (1992) menemukan bahwa kepemilikan insider berpengaruh terhadap kebijakan utang dan dividen. Tetapi ditemukan pula bahwa bekerjanya *Insider Ownership* terhadap kebijakan dividen adalah bersama variabel lain yaitu *financial leverage* dan sensitivitas kinerja pembayaran yang tidak diuji pada penelitian ini. Sehingga sulit diharapkan adanya pengaruh *Insider Ownership* terhadap *DPR* pada penelitian kali ini.

Hal lain yang dapat diuraikan disini adalah tulisan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) yang menyatakan hubungan *Insider Ownership* (kepemilikan insider) dengan dividen adalah negatif dan signifikan, ini sesuai dengan teori agensi bahwa dengan meningkatkan kepemilikan *insider* akan mengurangi *agency cost of equity*. Kepemilikan *insider* yang besar akan membuat *stockholders* sejalan dengan manajer.

Hubungan antara kepemilikan insider dengan dividen dapat dikaitkan dengan *asymetric information* antara manajer dengan investor. Pada kasus dimana kepemilikan manajer di perusahaan cukup maka *asymetric information* akan berkurang karena disini manajer juga sebagai investor.

3. Variabel *Firm size*

Dari hasil perhitungan uji-t diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,097) dengan nilai signifikansi sebesar 0,043 atau 4,3%. Karena nilai t hitung (-2,097) lebih kecil dari t-tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% yaitu sebesar 4,3% maka hipotesis 3 ditolak. Hasil penelitian ini berarti tidak ada pengaruh antara variabel *Firm size* dengan variabel DPR atau dapat juga disebutkan bahwa hubungan antara *Firm size* dengan DPR tetaplah ada tetapi bersifat negatif karena nilai signifikansinya dibawah 5% yaitu 4,3%. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan *Firm size* maka DPR akan semakin turun.

4. Variabel *Ln IOS*

Dari hasil perhitungan uji-t diperoleh nilai t hitung sebesar (-2,230) dengan nilai signifikansi sebesar 0,031 atau 3,1%. Karena nilai t hitung (-2,230) lebih besar dari t-tabel (1,96) dan nilai signifikansi lebih kecil dari 5% yaitu sebesar 3,1% maka hipotesis 4 diterima. Hasil penelitian ini berarti ada pengaruh negatif antara variabel *Ln IOS* dengan variabel DPR.

IOS digunakan untuk membedakan perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi dan rendah. Proksi *IOS* berkorelasi dengan pertumbuhan,

sehingga perusahaan yang memiliki IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Sebagai salah satu alternatif untuk membiayai peluang tersebut adalah dengan menurunkan pembagian dividen yang berarti pengaruh variabel $IOS / \ln IOS$ adalah negatif.

BAB V

SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Hasil penelitian ini memberikan solusi pengaruh dari keempat variabel independen terhadap DPR. Dari empat hipotesis yang diajukan terdapat dua (2) hipotesis yang dapat diterima yaitu hipotesis 1 dan 4.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 1 diterima.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara partial variabel Ln Insider Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 2 ditolak.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel Firm size tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 3 ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel Ln IOS berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 4 diterima.

5.2. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

1. Jensen et al., (1992) yang menyatakan bahwa DER berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sedangkan pada penelitian ini, DER berpengaruh signifikan positif terhadap DPR.
2. Hatta (2002) yang menyatakan bahwa *Firm size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, sedangkan pada penelitian ini, *Firm size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR walaupun mempunyai hubungan yang negatif.

Implikasi teoritis dari penelitian ini adalah memperkuat hasil penelitian Jensen et al., (1992) tentang *DER* dan penelitian Hatta (2002) tentang *Firm size* sedangkan kesimpulan tentang *Insider Ownership* bertentangan dengan penelitian Mollah (2000).

5.3. Implikasi Kebijakan

Investor di Bursa Efek Indonesia yang mempunyai tujuan mendapatkan deviden sebaiknya memperhatikan informasi-informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur karena dengan adanya informasi tersebut maka dapat dimanfaatkan untuk mengambil keputusan yang tepat sehubungan dengan investasinya. Solusi yang diberikan untuk menghilangkan ketidakkonsistenan data DPR, maka perusahaan manufaktur perlu menjaga besarnya DER, karena DER menunjukkan variabel yang paling dominan mempengaruhi DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai regresi sebesar 0,320 kemudian variabel Ln IOS sebesar -0,303, dan size dengan -0,210.

Penelitian ini berawal karena adanya fenomena empiris yang menunjukkan ketidakkonsistenan data variable DPR perusahaan manufaktur periode tahun 2005-2007 di BEI, dimana ketidakkonsistenan data tersebut juga diikuti oleh keempat variable independen yang digunakan yaitu: DER, Ln Insider Ownership, Firm size, dan Ln IOS. Oleh karena itu berdasarkan hasil pengujian statistik tersebut, maka dapat dirumuskan solusi masalah yang dituangkan dalam implikasi kebijakan dari penelitian

1. 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.
2. 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
3. Berdasarkan hasil tersebut maka manajemen perusahaan yang listed di BEI perlu memperhatikan kebijakan hutang perusahaan dalam menetapkan kebijakan deviden karena keduanya memiliki pengaruh yang bertolak

belakang, dimana bila manajemen perusahaan meningkatkan kebijakan hutang perusahaan maka akan menurunkan kebijakan dividennya, sehingga bila manajemen perusahaan ingin meningkatkan kepercayaan investor melalui kebijakan dividen maka manajemen perusahaan perlu mengurangi hutang perusahaan.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa hasil penelitian ini terbatas pada pengamatan yang relatif pendek yaitu selama 3 tahun. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi *Dividen Payout Ratio (DPR)* hanya terbatas *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Insider Ownership*, *Firm Size*, dan *IOS*.

Pemilihan sampel tidak dilakukan secara acak tetapi dengan purposive sampling, yaitu hanya pada perusahaan manufaktur dan sebagian kecil perusahaan lain sehingga temuan penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan.

Adanya keterbatasan data dalam melakukan penghitungan terhadap variabel-variabel penelitian terutama penghitungan variabel Ln *insider ownership*, hal ini dikarenakan data yang tersedia hanya berupa prosentase saja tetapi tidak mencerminkan nilai nominalnya. Perhitungan dengan cara tersebut tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya sehingga memungkinkan variabel akan bias.

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 43,3% yang ditunjukkan pada nilai adjusted R^2 yang mengindikasikan bahwa DER, Ln Insider Ownership, Firm size, dan Ln IOS berpengaruh sebesar 43,3% terhadap DPR yang berarti 56,7% dipengaruhi variabel lain. Karena besarnya nilai adjusted R^2 yang rendah maka disarankan untuk penelitian yang akan datang perlu memasukkan faktor fundamental yang lain seperti: Cash Flow; Earning Volatility, dan ROE.

Disamping itu juga perlu dilakukan perluasan penelitian yang menghuungkan antara variabel makro ekonomi dan non-ekonomi terhadap *DPR*. Variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh terhadap *DPR* antara lain: tingkat bunga, kurs rupiah terhadap valuta asing, neraca pembayaran, ekspor impor dan kondisi ekonomi lainnya; serta variabel non-ekonomi seperti kondisi politik negara, mengingat sampai saat ini variabel-variabel makro ekonomi dan non-ekonomi tersebut masih menunjukkan kondisi yang belum stabil.

DAFTAR REFERENSI

- Abdullah, S., 2002, "Free Cash Flow, Agency Theory and Signaling Theory: Konsep dan Riset Empiris", **Jurnal Akuntansi dan Investasi**, Vol. 3, No. 2, Juli, hal. 77-93.
- Brigham, Eugene F. and Gapenski Louise C., **Intermediate Financial Management**, 5 th Edition, The Dryden Press, New York, 1996.
- 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.
- Crutchley, C, and Hansen, R, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", **Financial Management**, Winter (1989), 36-46
- Demsetz, H, and K Lehn, "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences", **Journal Political Economy**, 93 (1985), 1155-1177.
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle (2001), "CEO Compensation, IOS, and The Role of Corporate Governance," **Corporate Governance**, Vol. 1, No.2, p.23-33
- Farinha, Jorge, "Dividend Policy, Coporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis", **Journal of Financial Research**, 2002.
- Gaver, JJ dan Keneth M Gaver, (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, **Journal of Accounting and economics**, Vol. 1, p.233-265
- Ghozali, Imam, **Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS**, Badan Penerbit UNDIP, Semarang, 2001.

- Gujarati, Damodar N. (1995), **Basic Econometrics**, 3rd International edition, McGraw-Hill International.
- Hatta, Atika J, (2002), “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investasi Pengaruh Teori Stakeholder”. **JAAI**. Vol.6. No.2. Desember. 2002
- Husnan, Suad, **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta, 1996.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma, (2001), “Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham, **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p. 820-845
- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh Hanafi, “Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan”, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.19, No.2, 2004
- J. Fred Weston & Thomas E. Copeland, 1997, **Manajemen Keuangan**, Jilid 2, Edisi 9, Binarupa Aksara.
- Jogiyanto Hartono, **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE, Yogyakarta, 1998.
- Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, (1976), 305-360.
- Jensen, M.C. 1986. “Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers”. **American Economic Review**, May 76 (2): 323-329.
- Jensen, Solberg and Zorn, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol 27, No.2 (1992), 247-263

- Kallapur, S., and Trombley, M.A. 1999. "The association between investment opportunity set proxies and realized growth". **Journal of Business Finance and Accounting**, April-May, (3) dan (4): 505-519.
- Mahadwartha, Putu dan Jogiyanto H (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.635-647
- Mayangsari, Sekar (2001), "Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan: Pengujian Pecking Order Hypothesis," **Media Riset Akutansi, Auditing dan Informasi**, Vol. 1, No. 3 Desember 2001: 1-26
- Mollah, A., Sobur and Keasen, K, "The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 2000.
- Nachrowi D, Nachrowi and Usman, Hardius (2006), **Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan**: Lembaga Penerbit Universitas Indonesia
- Panjaitan, Yunia dan Dewinta Oky dan Desinta K, Sri (2004), "Analisis Harga Saham, Ukuran Perusahaan, Dan Risiko Terhadap Return Yang Diharapkan Investor Pada Perusahaan-Perusahaan Saham Aktif", **Jurnal Akuntansi, Auditing dan Keuangan Balance**, Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya Vol. 1, No. 1 Maret 2004: 56:72.
- Robbert Ang. (1997), **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia, Jakarta
- Rozeff, M., "Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio", **Journal of Financial Research**, Fall 1982, 249-259.
- 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

Syahib Natarsyah, (2000), "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Resiko Sistematis terhadap Harga Saham", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol. 15, No. 3, Hal. 294-312, Tahun 2000.

Tarjo dan Jogiyanto Hartono, (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia, **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.278-293

Van Horne, James C., **Financial Management and Policy**, Eighth Edition, Prentice-Hall International Inc, 1991.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama	:	Ir. Budi Mulyono
Tempat / tanggal lahir	:	Brebes, 17 Mei 1967
Alamat	:	Jl. Puspogiwang V/27, Kelurahan Gisikdrono, Kecamatan Semarang Barat, Semarang
Pendidikan	:	SD Kesambi Dalam II Cirebon (1974 – 1980)
		SMP N 1 Cirebon (1980 – 1983)
		SMA N 1 Cirebon (1983 – 1986)
		Teknik Mesin ITB, Bandung (1986 – 1992)
Pekerjaan	:	Trainee di PT Kereta Api, 1992
		Inspection and Expediting Engineer, PT Krakatau Engineering Corporation Cilegon, 1993 - 1995
		Design of Mechanical and Electrical, PT PLN (Persero) Pikitring Kalimantan, Balikpapan, 1995 – 1997
		Field Engineer, PT PLN (Persero) Pikitring Kalimantan, Asam Asam Kalimantan Selatan, 1997 – 1999
		Operation Engineer, PT PLN (Persero) Wilayah Kalsel Kalteng, Asam Asam, 1999 – 2004
		Coal Engineer, PT PLN (Persero) Pembangkitan Tanjung Jati B, Jepara, 2004 - 2006
		Operation Engineer, PT PLN (Persero) Pembangkitan Tanjung Jati B, Jepara, 2006 - 2008
		Deputy Manager Maintenance, PT PLN (Persero) Pembangkitan Tanjung Jati B, Jepara, 2008 – November 2009
		Station Manager, PT PLN (Persero) Labuhan Angin, Sumatra Utara, Desember 2009 - sekarang

Lihat file copy data-tesis hal 70

Lampiran 2. Data Hasil Program SPSS

Descriptives

[DataSet1]

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Insider	51	.0100	25.5800	3.160784	1.9454133
IOS	51	.27	7.64	1.5133	1.27342
Size	51	11.2788	17.1534	13.780119	1.4992137
DER	51	.09	5.23	1.3963	1.12436
DPR	51	.02	138.00	32.8645	28.89263
Valid N (listwise)	51				

NPar Tests

[DataSet1]

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test						
		Insider	IOS	Size	DER	DPR
N		51	51	51	51	51
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	3.160784	1.5133	13.780119	1.3963	32.8645
	Std. Deviation	1.9454133	1.27342	1.4992137	1.12436	28.89263
Most Extreme Differences	Absolute	.312	.208	.124	.160	.160
	Positive	.312	.208	.104	.160	.160
	Negative	-.298	-.176	-.124	-.123	-.128
Kolmogorov-Smirnov Z		2.225	1.486	.894	1.140	1.146
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.024	.415	.149	.145

a. Test distribution is Normal.

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Insider	IOS	Size	DER	DPR
N		51	51	51	51	51
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	3.160784	1.5133	13.780119	1.3963	32.8645
	Std. Deviation	1.9454133	1.27342	1.4992137	1.12436	28.89263
Most Extreme Differences	Absolute	.312	.208	.124	.160	.160
	Positive	.312	.208	.104	.160	.160
	Negative	-.298	-.176	-.124	-.123	-.128
Kolmogorov-Smirnov Z		2.225	1.486	.894	1.140	1.146
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.024	.415	.149	.145

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

NPar Tests

[DataSet2]

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Ln Insider	Ln IOS	Size	D
N		51	51	51	
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-1.163201051529	.17039152018603	13.78011927139671	
	Std. Deviation	1.82659418287667	.675554421662257	1.499213706562196	
Most Extreme Differences	Absolute	.198	.126	.124	
	Positive	.077	.126	.104	
	Negative	-.198	-.080	-.124	
Kolmogorov-Smirnov Z		1.413	.900	.884	
Asymp. Sig. (2-tailed)		.037	.393	.415	

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Regression

[DataSet2]

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	DER	.997	1.003
	Ln Insider	.894	1.119
	Size	.980	1.021
	Ln IOS	.911	1.098

a. Dependent Variable: DPR

Regression

[DataSet2]

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	47,275	25,535		1,851	,071
	Ln Insider	-5,087	2,404	-,277	-1,512	,098
	Ln IOS	4,188	1,563	,370	1,680	,080
	Size	-1,539	1,819	-,112	-,846	,402
	DER	2,819	4,186	,092	,674	,504

a. Dependent Variable: RES

Regression

[DataSet2]

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.524 ^a	.450	.433	1,35978	2.060

a. Predictors: (Constant), Ln IOS, DER, Size, Ln Insider

b. Dependent Variable: DPR

Regression

[DataSet2]

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2087.356	4	521.839	2.605	.017 ^a
	Residual	39651.850	46	861.997		
	Total	41739.206	50			

a. Predictors: (Constant), Ln IOS, Size, DER, Ln Insider

b. Dependent Variable: DPR

Regression

[DataSet2]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.
		B	Std. Error	Coefficients		
				Beta		
1	(Constant)	7.040	3,289		2,108	,036
	DER	2,526	1,099	.320	2,299	,029
	Ln Insider	2,529	1,605	.154	1,576	,318
	Size	-2,303	1,098	-.210	-2,097	,043
	Ln IOS	-2,387	1,070	-.303	-2,230	,031

a. Dependent Variable: DPR

