

**PENGARUH *SHAREHOLDER DISPERSION*,
FREE CASH FLOW, *COLLATERAL ASSETS*,
DAN *DEBT* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di
BEI Periode 2004-2007)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
Untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
Pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

WAHYU ARIS TRIANTO

NIM. C2A007124

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2011

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Wahyu Aris Trianto

Nomor Induk Mahasiswa : C2A007124

Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Manajemen

Judul Skripsi : **PENGARUH *SHAREHOLDER DISPERSION*,
FREE CASH FLOW, *COLLATERAL ASSETS*, DAN
DEBT TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi
Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI
Periode 2004-2007)**

Dosen Pembimbing : Muhamad Syaichu, SE, M.Si.

Semarang, 30 Mei 2011

Dosen Pembimbing,

(Muhamad Syaichu, SE, M.Si)

NIP. 1967072019990310002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Wahyu Aris Trianto

Nomor Induk Mahasiswa : C2A007124

Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/ Manajemen

Judul Skripsi : **PENGARUH SHAREHOLDER DISPERSION,
FREE CASH FLOW, COLLATERAL ASSETS,
DAN DEBT TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di
BEI Periode 2004-2007)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 8 Agustus 2011

Tim Penguji

1. Muhammad Syaichu, SE, M.Si (.....)
2. Drs. H. M. Kholiq Mahfud, M.Si (.....)
3. Harjum Muharam, SE, ME (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Wahyu Aris Trianto, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : *PENGARUH SHAREHOLDER DISPERSION, FREE CASH FLOW, COLLATERAL ASSETS, DAN DEBT TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN*, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/ atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 30 Mei 2011

Yang membuat pernyataan,

(Wahyu Aris Trianto)

NIM. C2A007124

MOTTO

Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu selalu ada kemudahan. Maka apabila kamu selesai (dari sesuatu urusan termasuk memperoleh penderitaan), maka berdiri tegaklah kamu untuk melaksanakan (urusan) yang lain dan pada Tuhanmu hendaklah kamu mengharap balasan-Nya. (QS. Al- insyirah, 94: 5-8)

Kupersembahkan Skripsi Ini Untuk:

Kedua Orang Tua: Nakula Dan Eka Aristi

Kakak Tersayang: Nila Karina Dan Ella Pratiwi

Abstract

Dividend policy is the amount of revenue that will be provided to investors. The purpose of research is to examine the influence factors of dividend policy in all firms listed on BEI (Indonesia Stock Exchange) with periods 2004-2007.

Based on criteria in this research are found 24 firms, resulting 96 data pooling. There were four agency cost factors tested in this reaserch, as used independent variable: shareholder dispersion, free cash flow, collateral assets and debt. The method of analysis used to analyze the factors that influence dividend policy is a multiple linear regression analysis and hypothesis test used t-statistic for testing the partial regression coefficient and the f-statistic to test the effect simultaneously at level of significance 5%.

The result of this research finds two independents variable have significant effect on dividend policy and two independents variable have not significant effect on dividend policy. Two independents variable have significantly effect on dividend policy in this research: (i) collateral assets is that of positive significant, (ii) debt is that of negative significant. Two independents variable have not significantly effect on dividend policy in this research: (i) shareholder dispersion, (ii) free cash flow. Agency cost variable significant affected the dividend policy simultaneously, with the sum of the effect was 25,6%.

Keywords: dividend policy, shareholder dispersions, free cash flow, collateral assets, and debt.

Abstrak

Kebijakan dividen merupakan besarnya bagian pendapatan yang akan diberikan kepada investor. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) dengan periode 2004-2007.

Berdasarkan kriteria seleksi dalam penelitian ini didapati 24 perusahaan, yang menghasilkan 96 data pooling. Terdapat 4 faktor biaya agensi yang diuji dalam penelitian ini sebagai variabel independen yang digunakan, adalah: *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt*. Metode analisis yang digunakan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah analisis regresi linier berganda dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji pengaruh secara simultan pada tingkat signifikansi 5%.

Hasil penelitian ini menunjukkan dua variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dan dua variabel independen yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dua variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dalam penelitian ini: (i) *collateral assets* berpengaruh positif signifikan, (ii) *debt* berpengaruh negatif signifikan. Dua variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dalam penelitian ini: (i) *shareholder dispersion*, (ii) *free cash flow*. Variabel biaya agensi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan pengaruh sebesar 25,6%.

Kata kunci: kebijakan dividen, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, *debt*

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan ke hadirat ALLAH SWT, karena berkat rahmat dan karunia-Nya, maka skripsi dengan judul “Pengaruh *Shareholder Dispersion*, *Free Cash Flow*, *Collateral Assets*, dan *Debt* terhadap Kebijakan Dividen (Studi Kasus Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2004-2007)” ini dapat penulis selesaikan.

Adapun skripsi ini merupakan salah satu tugas dalam penyelesaian studi pada Program Strata Satu (S1), Jurusan Manajemen, Program Studi Manajemen Keuangan Universitas Diponegoro Semarang. Pada penyusunan skripsi ini penulis memperoleh banyak bimbingan dan masukan serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si, Akt, Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, yang telah memberikan ijin penyusunan skripsi.
2. Muhamad Syaichu SE, M.Si selaku Dosen Pembimbing yang telah memberikan arahan dan bimbingan kepada penulis dalam penyusunan skripsi ini.
3. Farida Indriani, SE, MM selaku Dosen Wali yang telah memberikan bantuan selama penyusunan skripsi ini.

4. Seluruh Staf Pengajar dan Pegawai Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, atas ilmu dan bantuan yang diberikan kepada penulis.
5. Papa, Mama, Kak Nila, dan Kak Ella, dan keluarga besar penulis, yang telah memberikan doa, dukungan, dan semangatnya.
6. Desi Sri Wahyu Utami dan teman-teman Manajemen Putri, Indri, Helda, Anyos, Uli, Alza, Deki, dan Ditha Kartikajaja atas doa dan dukungannya yang diberikan kepada penulis.
7. Seluruh teman-teman Manajemen Squad 2007 terima kasih atas semangatnya yang telah diberikan kepada penulis.
8. Teman-teman Karang Taruna Remaja, Resky Destrianto yang telah memberikan doa dan dukungannya kepada penulis.

Penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan dan kesalahan dalam penulisan skripsi ini, oleh karena itu penulis menghargai semua saran dan masukan yang membangun demi penyempurnaan skripsi ini.

Akhir kata, penulis berharap agar skripsi ini dapat berguna bagi investor, bagi kalangan akademisi serta bagi penulis sendiri.

Terima Kasih.

Semarang, Juni 2011

Wahyu Aris Trianto

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Persetujuan Skripsi	ii
Halaman Pengesahan Kelulusan Ujian	iii
Pernyataan Orisinalitas Skripsi	iv
Motto dan Persembahan	v
<i>Abstract</i>	vi
Kata Pengantar	viii
Daftar Tabel	xiii
Daftar Gambar	xiv
Daftar Lampiran	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian	9
1.4 Sistematika Penulisan	10
BAB II TELAAH PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu	12
2.1.1 Teori Kebijakan Dividen	12
2.1.2 Kebijakan Dividen	17
2.1.3 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	24
2.1.4 <i>Shareholder Dispersion</i>	27
2.1.5 Pengaruh <i>Shareholder Dispersion</i> terhadap Kebijakan Dividen	28
2.1.6 <i>Free Cash Flow</i>	29
2.1.7 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Dividen	31
2.1.8 <i>Collateral Assets</i>	32
2.1.9 Pengaruh <i>Collateral Assets</i> terhadap Kebijakan Dividen	33

2.1.10	<i>Debt</i>	34
2.1.11	Pengaruh <i>Debt</i> terhadap Kebijakan Dividen	35
2.1.12	Penelitian Terdahulu	37
2.2	Kerangka Pemikiran	44
2.3	Hipotesis	46
BAB III METODE PENELITIAN		
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	47
3.1.1	Variabel Dependen	47
3.1.2	Variabel Independen	48
3.2	Populasi dan Sampel	50
3.3	Jenis dan Sumber Data	51
3.4	Metode Pengumpulan Data	52
3.5	Metode Analisis	52
3.5.1	Uji Statistik Deskriptif	52
3.5.2	Uji Asumsi Klasik	53
3.5.2.1	Uji Normalitas	53
3.5.2.2	Uji Multikolinearitas	54
3.5.2.3	Uji Autokolerasi	54
3.5.2.4	Uji Heterokedastisitas	56
3.5.3	Analisis Regresi Berganda	57
3.5.4	Uji Hipotesis	58
3.5.4.1	Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F)	58
3.5.4.2	Uji Hipotesis Secara Parsial (Uji t)	60
3.5.4.3	Koefisien Determinasi	61
BAB IV HASIL DAN ANALISIS		
4.1	Deskriptif Objektif Penelitian	62
4.2	Analisis Data	62
4.2.1	Uji Statistik Deskriptif	62
4.2.2	Uji Asumsi Klasik	65

4.2.2.1 Uji Normalitas	65
4.2.2.2 Uji Multikolinearitas	69
4.2.2.3 Uji Autokorelasi	70
4.2.2.4 Uji Heterokedastisitas	71
4.2.3 Analisis Regresi Berganda	73
4.2.4 Uji Hipotesis	76
4.2.4.1 Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F)	76
4.2.4.2 Uji Hipotesis secara Parsial (Uji t)	77
4.2.4.3 Koefisien Determinasi	78
4.3 Interpretasi Hasil	79
4.3.1 Interpretasi Hasil pada <i>Shareholder Dispersion</i>	79
4.3.2 Interpretasi Hasil pada <i>Free Cash Flow</i>	86
4.3.3 Interpretasi Hasil pada <i>Collateral Assets</i>	87
4.3.4 Interpretasi Hasil pada <i>Debt</i>	88
 BAB V PENUTUP	
5.1 Simpulan	90
5.2 Keterbatasan Penelitian	92
5.3 Saran	92
DAFTAR PUSTAKA	94
LAMPIRAN-LAMPIRAN	96

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu.....	39
Tabel 3.1 Daftar Nama Perusahaan.....	51
Tabel 3.2 Kriteria Autokorelasi.....	55
Tabel 4.1 Analisis Deskriptif Variabel.....	63
Tabel 4.2 Uji Normalitas Sebelum <i>Outliers</i>	66
Tabel 4.3 Uji Normalitas Setelah <i>Outliers</i>	67
Tabel 4.4 Uji Moltikolinearitas.....	70
Tabel 4.5 Uji Autokorelasi.....	71
Tabel 4.6 Uji Heteroskedastisitas.....	72
Tabel 4.7 Analisis Regresi.....	74
Tabel 4.8 Uji F.....	76
Tabel 4.9 Uji t.....	77
Tabel 4.10 Koefisien Determinasi.....	79
Tabel 4.11 Daftar Persentase Kepemilikan Saham.....	80

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	45
Gambar 4.1 Grafik Normal P-Plot.....	68
Gambar 4.2 Grafik Histrogram.....	69
Gambar 4.3 Grafik Scatterplot.....	73
Gambar 4.4 Grafik Scatter <i>Dividend Payout Ratio</i> dan <i>Free Cash Flow</i>	86

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Nama Perusahaan Sample.....	96
Lampiran B Data Perusahaan yang Telah Diolah.....	97
Lampiran C Hasil Analisis Regresi.....	102

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat, khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan (*stockholders*), karena pemegang saham berpotensi mendapatkan *dividend* dan atau *capital gains*. Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividennya. Kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan (Weston and Coopeland, 1996:125). Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan pertumbuhan sekaligus mempertahankan kelangsungan hidupnya. Penetapan pembagian dividen menjadi masalah menarik karena akan memenuhi harapan *stockholders*, disisi lain kebijakan tersebut jangan sampai menghambat pertumbuhan apalagi mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik (*stockholders*) melalui keputusan atau kebijakan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen yang tercermin dalam harga saham di pasar modal. Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai suatu usaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam mencapai

tujuan tersebut, banyak *stockholders* yang menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang bertanggung jawab mengelola perusahaan, yang disebut manajer. Para manajer yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak atas nama *stockholders* tersebut, yakni memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran *stockholders* akan tercapai.

Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlu bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain Alli (1993) dalam Suherly (2004) : (1) Faktor peraturan yang membatasi besaran dividen yang dibayarkan (*legal restriction*), (2) Posisi kas dan setara kas perusahaan, terkait dengan likuiditas perusahaan (*liquidity position*), (3) Perusahaan yang baru tumbuh disebabkan kebutuhan dana untuk aktivitas intern lebih besar daripada untuk aktivitas pendanaan lain (*absence or lack of other source of financing*), (4) Ketidakstabilan perusahaan, akan menyebabkan sulitnya memprediksi laba dimasa yang akan datang, sehingga manajemen tidak berani menetapkan dividen yang besar (*earning predictability*), (5) Pengawasan pemilik sebagai variabel penentu kebijakan pembayaran dividen (*ownership control*), (6) Faktor inflasi.

Kebijakan dividen terkait juga dengan hubungan antara manajer dengan *stockholders*. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan

mungkin bisa menimbulkan suatu konflik, misalnya ketidakmampuan pemegang saham suatu perusahaan karena keterbatasannya untuk mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan kompleks, makin tersebarnya pemegang saham dan pemegang saham yang membentuk portofolio, menyebabkan para pemegang saham mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada manajer profesional (Crutchley dan Hansen, 1989). Kenyataannya, penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Crutchley dan Hansen, 1989). Di satu sisi pemegang saham menginginkan manajer mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan pemegang saham, namun di sisi lain manajer juga menginginkan kemakmuran untuk diri mereka sendiri. Perbedaan kepentingan inilah yang menyebabkan timbulnya masalah keagenan. Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan, masalah keagenan bertolak dari tiga sumber utama (Keown, 2000).

Sumber konflik pertama adalah kecenderungan pihak manajemen untuk menggunakan lebih banyak sumber daya perusahaan. Para manajer seringkali terdorong untuk memperbesar ukuran perusahaan melampaui batas yang ditetapkan para pemilik saham.

Sumber konflik kedua adalah fakta bahwa para manajer seringkali tidak menguasai sejumlah saham sehingga rasa memilikinya terbatas. Ini mendorong mereka untuk terlalu berani menghadapi risiko. Mereka tidak ragu-ragu memanfaatkan laba untuk menutupi berbagai biaya dalam mengejar suatu proyek

investasi. Dengan sistem gaji baku dan kepemilikan saham yang terbatas, mereka tidak bersedia mengerahkan energi dan perhatian untuk memelihara perusahaan secermat mungkin seperti yang biasa dilakukan pemilik perusahaan.

Sumber yang ketiga, merupakan kebalikan dari yang kedua, para manajer cenderung menempuh jalan aman. Ini mengakibatkan lenyapnya peluang investasi yang sebenarnya menguntungkan. Meskipun kemungkinan rugi dari suatu proyek investasi bisa diversifikasikan melalui pasar modal, diversifikasi akan sulit dilakukan bila itu langsung menyangkut jumlah gaji dan reputasi mereka sendiri. Terlepasnya peluang investasi yang meskipun riskan tetapi sebenarnya menguntungkan, karena manajer lebih mengutamakan keamanan karir mereka sendiri.

Aspek-aspek masalah keagenan selalu dimasukkan kedalam keuangan perusahaan, karena banyaknya keputusan keuangan yang diwarnai oleh masalah keagenan seperti kebijakan hutang. Untuk meyakinkan bahwa manajer (agen) bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk memonitor kegiatan manajer, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan keinginan dari pemegang saham. Seluruh biaya yang terkait ini disebut dengan biaya keagenan/ agency cost (Brigham, 2001). Masalah keagenan tersebut bisa terjadi antara: pemegang saham dan manajer; manajer dan kreditor; dan manajer, pemegang saham, dan kreditor (Sartono: 2000). Berdasarkan penelitian sebelumnya terdapat berbagai mekanisme dalam mengontrol masalah keagenan yang mempengaruhi kebijakan dividen

perusahaan, seperti menggunakan variabel *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral asset*, dan *debt*.

Menurut Dempsey & Laber (1992) dalam Susilawati (2000) *shareholder dispersion* atau penyebaran pemegang saham berperan didalam masalah keagenan. Jika jumlah pemegang saham semakin menyebar (*shareholder dispersions*), meyebabkan kekuatan (power) para pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah, sehingga sulit mereka melakukan kontrol terhadap perusahaan. Konsekuensi dari hal ini para pemegang saham yang tersebar tersebut dapat memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksa membayar dividen lebih tinggi.

Masalah keagenan juga muncul karena perusahaan menghasilkan arus kas bebas (*free cash flow*) yang sangat besar. Yang dimaksud dengan arus kas bebas adalah kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham, yang tidak diperlukan untuk modal kerja (Ross et al. 2000). Konflik ini timbul karena manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Di sisi lain pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan, sehingga dapat menambah kesejahteraan mereka.

Titman dan Wassels (1988) dalam Mollah (2000) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset kolateral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dengan pemegang obligasi karena aset ini dapat berfungsi sebagai pinjaman kolateral. Selain itu

perusahaan sebagai kreditur menggunakan aktiva tetap sebagai jaminan pinjamannya. Besarnya aktiva tetap yang digunakan kreditur sebagai jaminan disebut penjamin aktiva tetap (*collateriazable asset*). Semakin besar dana perusahaan yang diinvestasikan pada aktiva tetap, sehingga semakin kecil dividen yang dibagikan.

Penggunaan hutang diharapkan juga dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang (*debt*) dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan risiko kebangkrutan.

Penelitian tentang hubungan *agency cost* terhadap kebijakan dividen telah banyak dilakukan. Seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Rozeff (1982) meneliti tentang *agency cost* terhadap kebijakan dividen menemukan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Triani Pujiastuti (2008), dimana dalam penelitiannya juga menyebutkan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sebaliknya, hasil penelitian oleh Crutchley & Hansen (1989) menghasilkan bahwa variabel *shareholder dispersion* berhubungan negatif signifikan dengan kebijakan dividen.

Penelitian mengenai pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen juga telah dilakukan oleh Jensen (1986), Dini Rosdini (2009), hasil penelitiannya menyebutkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ross et al (2000) yang mengemukakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian lainnya dilakukan oleh Mollah (2000), Darman (2007), Achmad Fauz dan Rosidi (2007) yang meneliti tentang pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen menemukan bahwa *collateral assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak sesuai dengan Shumi Akhtar (2009) yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara *collateral assets* dengan kebijakan dividen.

Penelitian oleh Shumi Akhtar (2009), Kartika Nuringsih (2005), Acmad Fauz dan Rosidi (2007) meneliti tentang *agency cost* terhadap kebijakan dividen menemukan bahwa *debt* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Triani Pujiastuti (2008), dalam penelitiannya, juga mengatakan hasil penelitian yang sama, yaitu *debt* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Perbedaan hasil penelitian terlihat pada penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002) yang menemukan terdapat hubungan positif signifikan antara *debt* dengan kebijakan dividen.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan di atas, maka rumusan masalah penelitian ini dapat dirumuskan bahwa, terdapat adanya *research gap* (kesenjangan penelitian) antara *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt* terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan perumusan masalah tersebut, maka diajukan beberapa pertanyaan penelitian (*research question*) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dimana terdapat empat variabel yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen.

1. Bagaimana pengaruh *shareholder dispersion* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007?
2. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007?
3. Bagaimana pengaruh *collateral assets* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI Periode 2004-2007?
4. Bagaimana pengaruh *debt* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh *shareholder dispersion* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007.
2. Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007.
3. Untuk menganalisis pengaruh *collateral assets* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007.
4. Untuk menganalisis pengaruh *debt* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2004-2007.

1.3.1 Kegunaan Penelitian

1. Bagi Manajemen Perusahaan

Dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen.
2. Bagi Investor

Memberikan masukan kepada investor mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen untuk dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasi.

3. Bagi Pembaca

Berguna untuk menambah pengetahuan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

4. Bagi Penulis

Penelitian ini dapat membantu penulis untuk lebih memahami dan mengerti mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

1.4 Sistematika Penulisan

Bab I Pendahuluan

Merupakan gambaran singkat mengenai isi penelitian, yang berisi tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab II Telaah Pustaka

Berisi tentang landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka penelitian dan hipotesis yang berguna sebagai dasar pemikiran dalam pembahasan masalah yang diteliti dan mendasari analisis yang digunakan dalam bab IV yang diambil dari berbagai macam literatur.

Bab III Metode Penelitian

Berisi tentang variabel penelitian baik itu variabel independen maupun variabel dependen, yang akan diambil dari definisi operasional tentang semua variabel yang digunakan dalam penelitian, penentuan sample, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data dan metode analisis.

Bab IV Hasil dan Pembahasan

Berisi tentang deskripsi obyek penelitian dan analisis data serta pembahasan mengenai permasalahan dalam penulisan skripsi ini. Bab ini berisikan pengujian variabel independen dan pengujian variabel dependen.

Bab V Penutup

Merupakan bab terakhir dan penutup dari penulisan skripsi ini. Dalam bab ini akan disampaikan pula saran bagi pihak-pihak yang terkait mengenai permasalahan tersebut.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu

2.1.1 Teori Kebijakan Dividen

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang. (Keown, 2000: 607) menyatakan ada beberapa teori yang mendasari kebijakan dividen, antara lain:

1. *Dividend Irrelevance Theory* (Modigliani dan Miller, 1961)

Teori ketidakrelevanan dividen adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Penganjur utama teori ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Teori ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta resiko bisnisnya, dengan kata lain, nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara dividen dan laba yang ditahan (atau pertumbuhan).

Asumsi –asumsi yang digunakan:

- a. Tidak terdapat pajak pendapatan perseorangan atau perusahaan.
- b. Tidak terdapat biaya emisi atas jual beli saham.
- c. Tingkat *leverage* keuangan tidak mempunyai pengaruh terhadap biaya modal.
- d. Para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek (masa depan) perusahaan.
- e. Distribusi pendapatan mempunyai pengaruh terhadap biaya *ekuitas* perusahaan.

2. *Bird-In-the-Hand Theory* (Gordon dan Lintner, 1956)

Kepercayaan bahwa kebijakan dividen perusahaan merupakan hal yang tidak penting, secara tidak langsung membuat para investor berasumsi bahwa pendapatan yang mereka harapkan melalui perolehan modal akan berbeda besarnya dengan pendapatan yang berasal dari dividen. Hal ini disebabkan karena dividen lebih bisa diramalkan daripada pendapatan modal, manajemen dapat mengontrol dividen, tapi tak dapat mendikte harga saham. Investor kurang yakin akan menerima pendapatan dari perolehan modal daripada dari dividen. Dengan mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan terwujud sebagai dividen dimasa yang akan datang (*it can fly away*). Pandangan yang mengatakan dividen lebih pasti dari pada perolehan modal, disebut "*bird in the hand theory*" (teori burung ditangan).

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

Pandangan ketiga adalah dividen yang rendah mempengaruhi harga saham, sehingga dividen dapat merugikan investor. Pendapat ini didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak antara pendapatan dividen dan perolehan modal. Setiap investor harus membayar pajak pendapatan untuk memaksimalkan pengembalian setelah pajak atas investasi, investor berusaha meminimumkan tingkat pajak atas pendapatan, atau menunda pembayaran pajak jika memungkinkan. Saham yang memungkinkan penundaan pajak (dividen rendah perolehan modal tinggi) mungkin akan dijual pada harga premi yang relatif sama terhadap saham yang telah dikenakan pajak. Oleh karena itu, dividen yang rendah akan membantu investor menunda pajak pendapatan sehingga memaksimalkan return setelah pajak atas investasinya, sedangkan dividen yang tinggi akan meningkatkan pembayaran pajak pendapatan investor, sehingga return setelah pajak yang diperolehnya berkurang. Berdasarkan logika pemikiran tersebut, kebijakan dividen rendah akan meningkatkan harga saham perusahaan.

4. Teori Dividen Residu

Teori dividen residu adalah teori yang menyatakan bahwa dividen dibayar dari kapital yang sama setelah selesai mendapat keuntungan investasi keuangan. Jika perusahaan memiliki biaya pengembangan, yang mungkin secara langsung mempengaruhi keputusan dividen, maka perusahaan harus menerbitkan jumlah sekuritas yang lebih besar untuk

mendapatkan modal yang dibutuhkan untuk kegiatan investasi. Perusahaan umumnya menetapkan empat langkah berikut ketika mengambil keputusan atas rasio pembagian dividennya:

- a. Menentukan anggaran barang modal yang optimal
- b. Menentukan jumlah modal yang dibutuhkan untuk membiayai anggaran tersebut
- c. Sedapat mungkin menggunakan laba yang ditahan untuk memenuhi penyertaan modal (ekuitas)
- d. Membayar dividen hanya jika lebih banyak laba yang tersedia daripada yang dibutuhkan untuk mendukung anggaran modal optimal. Kata residual mengandung arti “sisa”, dan kebijakan dividen residual menyiratkan bahwa dividen sebaiknya dibayarkan jika ada laba yang “tersisa”. Dasar dari kebijakan residual adalah investor lebih menginginkan perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan laba yang lebih tinggi daripada tingkat pengembalian laba yang dihasilkan sendiri oleh investor dari investasi lain dengan resiko yang sebanding.

5. Teori dividen Isyarat (*Dividend Signaling Theory*)

Signal atau isyarat adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham, 2001: 13).

Dividend signaling theory merupakan suatu teori yang mendasari dugaan bahwa pengumuman dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai *signal* tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini disebabkan adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai indikator tentang prospek perusahaan. Peningkatan dividen yang dibayarkan dianggap sebagai *signal* yang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya penurunan dividen yang dibayarkan dianggap sebagai *signal* bahwa prospek perusahaan kurang menguntungkan, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif (Scott, 2000: 409). Manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Kenaikan dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Suatu isyarat (*signal*) dapat bermanfaat bagi investor dan pengambil keputusan apabila memenuhi empat hal, yaitu:

- a. Manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun beritanya buruk.

- b. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses.
- c. Isyarat harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati. (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang).
- d. Tidak menekan biaya pada pengiriman isyarat yang efektif.

Penggunaan dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa yang akan datang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan-perusahaan yang prospeknya baik dapat melakukan hal ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang kurang sukses tidak dapat melakukan hal yang sama untuk meniru cara ini, karena tidak mempunyai arus yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap perubahan dividen yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses (Keown, 2000).

2.1.2 Kebijakan Dividen

Weston and Copeland (1996) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai Keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Agus Sartono (2000) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam *retained earnings* guna

membayai investasi di masa datang. Dari kedua definisi diatas, dapat kita lihat bahwa kebijakan dividen dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba. Dari sisi pemegang saham, dividen merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal. Pemegang saham lebih memilih dividen yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon-Lintner sebagai “*the bird in the hand theory*” bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya dividen yang dibagikan. Sedangkan dari sisi perusahaan, kebijakan dividen sangat penting, karena jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan perusahaan, dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana *intern* akan semakin besar. Menurut (Agus Sartono 2000 : 295) ada beberapa bentuk dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham antara lain:

1. Pembagian dividen secara tunai atau *cash dividend*. Pembagian dividen secara tunai terdiri dari beberapa bentuk yaitu:
 - a. Kebijakan Pemberian Dividen Stabil Kebijakan pemberian yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa

tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini banyak dilakukan oleh perusahaan, karena beberapa alasan, yaitu: (1) dapat meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko lebih kecil, (2) dapat memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang, (3) dapat menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sebab dividen selalu dibayarkan.

b. Kebijakan Dividen Meningkat

Dengan kebijakan ini perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

c. Kebijakan Dividen dengan Ratio yang Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil.

Dasar yang digunakan sering disebut *dividend payout ratio*.

d. Kebijakan Pemberian Dividen Reguler yang Rendah ditambah Ekstra

Kebijakan dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

2. Pembagian *Stock Dividen*

Salah satu kebijakan yang bisa diambil oleh perusahaan adalah dengan memberikan dividen tidak dalam bentuk uang, tetapi dividen diberikan dalam bentuk saham. Artinya pemegang saham akan diberi tambahan saham sebagai pengganti *cash dividen*. Pemberian *stock dividen* tidak akan mengubah besarnya jumlah modal sendiri, tetapi akan mengubah komposisi modal sendiri perusahaan yang bersangkutan. Karena pada dasarnya pemberian stock dividen ini akan mengurangi pos laba ditahan di neraca dan akan ditambahkan ke pos modal saham.

3. Kebijakan *Stock Split*

Apabila harga pasar saham suatu perusahaan terlalu tinggi, mengakibatkan banyak investor kurang berminat terhadap saham perusahaan. Oleh karena itu perusahaan bisa mengambil kebijaksanaan untuk meningkatkan jumlah lembar saham melalui *stock split* yaitu pemecahan nilai nominal saham kedalam nilai nominal yang lebih kecil. Dengan *stock split* ini jumlah lembar saham menjadi lebih banyak, maka mengakibatkan harga saham

turun. Oleh karena itu dengan *stock split* harga saham menjadi lebih murah, sehingga harga pasar masih dalam *trading range* tertentu.

4. Kebijakan *Repurchase Stock*

Repurchase stock adalah pembelian kembali saham-saham perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham atau investor.

Faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah (Sutrisno, 2001: 304):

1. Posisi *Solvabilitas* Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi *insolvensi* atau *solvabilitasnya* kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modal perusahaan.

2. Posisi *likuiditas* Perusahaan

Cash dividend merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat *likuiditas* perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi *likuiditasnya* kurang baik, biasanya *dividend payout rasionya* kecil, sebab sebagian laba digunakan untuk menambah *likuiditas*. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan *likuiditas* yang baik cenderung memberikan dividen lebih besar.

3. Kebutuhan Untuk Melunasi Hutang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa hutang, yaitu hutang jangka pendek maupun jangka panjang. Hutang-hutang ini harus segera dibayar pada saat jatuh tempo, dan untuk membayar hutang-hutang tersebut harus disediakan dana. Semakin banyak hutang yang harus dibayar, semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Disamping itu dengan jatuh temponya hutang, berarti dana hutang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dana hutang bisa dengan mencari hutang baru atau *meroll-over* hutang, dan juga bisa dengan sumber dana intern dengan cara memperbesar laba ditahan. Hal ini tentunya akan memperkecil *dividend payout ratio*.

4. Rencana Perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekuensinya semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka *ekspansi* tersebut bisa dipenuhi baik dari hutang, menambah modal sendiri, yang berasal dari pemilik, dan juga bisa diperoleh dari *internal resources* berupa memperbesar laba yang ditahan. Dengan demikian, semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan, semakin kecil *dividend payoutnya*.

5. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagi. Semakin terbuka kesempatan investasi, semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak digunakan untuk membayar dividen.

6. Stabilitas Pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

7. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri, kemungkinan akan masuk investor baru dan ini tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari hutang resikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada ditangannya.

2.1.3 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

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) dalam Pujiastuti (2007) adalah hubungan antara pemberi kerja (*principal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam menjalankan usaha biasanya pemilik menyerahkan/ melimpahkan kepada pihak manajer yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Pujiastuti (2007) perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Aspek-aspek masalah keagenan selalu dimasukkan kedalam keuangan perusahaan, karena banyaknya keputusan keuangan yang diwarnai oleh masalah keagenan seperti kebijakan hutang. Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan bisa terjadi antara pemilik (*shareholders*) dan manajer; manajer dengan *debtholders*; serta manajer, *shareholders* dan *debtholders*. Pihak prinsipal dapat membatasi perbedaan kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah penyimpangan (*hazard*) dari agen. Hal tersebut dinamakan dengan biaya keagenan atau *agency cost*. Secara umum tidak mungkin bagi prinsipal atau agen, pada tingkat biaya sebesar nol, dapat menjamin bahwa agen akan membuat keputusan optimal dari sudut pandang prinsipal.

Pada suatu perusahaan, konflik kepentingan ini terjadi antara manajemen dan pemegang saham atau *stock holders*. Konflik kepentingan tersebut dapat timbul dari adanya kelebihan aliran kas atau *excess cash flow*. Kelebihan arus kas cenderung akan diinvestasikan melebihi tingkat yang optimum dan sering digunakan untuk konsumsi secara berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites*. Konflik tersebut juga dapat disebabkan perbedaan antara pemegang saham yang lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan risiko lebih rendah untuk melindungi posisinya (Keown, 2000: 609).

Ada beberapa kemungkinan konflik dalam hubungan antara prinsipal dengan agen (*agency conflict*), konflik yang timbul sebagai akibat dari keinginan

manajemen (agen) untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya yang dapat mengorbankan kepentingan pemegang saham (prinsipal) untuk memperoleh *return* dan nilai jangka panjang perusahaan. Menurut (Alijoyo dan Zaini, 2004) *Agency Conflict* timbul pada berbagai hal berikut:

1. *Moral-Hazard*

Manajemen memilih investasi yang paling sesuai dengan kemampuan dirinya dan bukan yang paling menguntungkan bagi perusahaan.

2. *Earning Retention*

Manajemen cenderung mempertahankan tingkat pendapatan perusahaan yang stabil, sedangkan pemegang saham lebih menyukai distribusi kas yang lebih tinggi melalui beberapa peluang investasi internal yang positif.

3. *Risk Aversion*

Manajemen cenderung mengambil posisi aman untuk mereka sendiri dalam mengambil keputusan investasi. Dalam hal ini, mereka akan mengambil keputusan investasi yang sangat aman dan masih dalam kemampuan manajer. Mereka akan menghindari keputusan investasi yang dianggap menambah resiko bagi perusahaannya walaupun mungkin hal itu bukan pilihan yang terbaik bagi perusahaan.

4. *Time Horizon*

Manajemen cenderung hanya memperhatikan *cashflow* perusahaan sejalan dengan waktu penugasan mereka. Hal ini dapat menimbulkan bias dalam pengambilan keputusan yaitu berpihak pada proyek jangka pendek dengan

pengembalian akuntansi yang tinggi dan kurang atau tidak berpihak pada proyek jangka panjang dengan pengembalian NPV yang jauh lebih besar.

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 *Shareholder Dispersion*

Teori keagenan menawarkan beberapa cara untuk mengurangi biaya keagenan, yakni peningkatan kepemilikan saham bagi manajer, kebijakan dividen dan kebijakan hutang (Rozef, 1982; Easterbook, 1984 dalam Crutchley dan Hansen, 1989). Karena adanya masalah finansial internal (modal) dan eksternal (hutang) serta adanya tarik menarik kepentingan antar kelompok investor, maka muncul masalah penyebaran kepemilikan saham (*shareholder dispersion*) perusahaan.

Shareholder dispersion adalah penyebaran kepemilikan saham. *Shareholder dispersion* dihitung dengan rumus variance, untuk menunjukkan penyebaran kepemilikan saham (Taswan, 2003 dalam Pujiastuti, 2007). Holder et al (1998) dalam Pujiastuti (2007) menyatakan bahwa *shareholder dispersion* (penyebaran kepemilikan saham) yang besar akan menimbulkan biaya keagenan yang besar karena ketika kepemilikan saham ini menyebar, maka pemegang saham akan sulit dalam mengawasi perusahaan.

2.1.5 Pengaruh *Shareholder Dispersion* Terhadap Kebijakan Dividen

Jensen dan Meckling (1976) dalam Pujiastuti (2007) mengatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, menyebabkan kekuatan (*power*) para pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah. Sedangkan menurut Rozeff (1982), yang dikutip Moh'd, Perry dan Rimbeay (1995) mengatakan bahwa semakin besar jumlah pemilik saham, maka semakin menyebar kepemilikan dan semakin sulit mereka melakukan monitoring, sehingga sulit mereka melakukan kontrol terhadap perusahaan. Konsekuensi dari hal tersebut para pemegang saham yang tersebar tersebut dapat memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksa membayar dividen lebih tinggi.

Dalam penelitian Triani Pujiastuti (2008), Rozeff (1982) mengatakan bahwa semakin menyebar pemilik saham, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa, dengan semakin menyebar pemilik saham, maka di samping kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada kelompok tertentu, dimungkinkan pemilik saham ini adalah lembaga sehingga mempunyai *power* untuk menyampaikan aspirasinya kepada manajemen. Dengan demikian maka untuk mengurangi konflik keagenan, manajemen akan memberikan dividen yang besar. Kesulitan dalam melakukan kontrol juga menimbulkan masalah keagenan, terutama karena adanya asimetri informasi, oleh karena itu, untuk menurunkan masalah keagenan ini diperlukan dividen yang lebih besar (Triani pujiastuti, 2008).

H₁: *Shareholder dispersion* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2.1.6 *Free Cash Flow*

Free cash flow adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang *profitable* (Sartono, 2001). *Free cash flow* berasal dari arus kas yang berasal dari kegiatan operasi perusahaan (Rosdini, 2009). Arus kas yang dihasilkan perusahaan dibagi ke dalam 3 kelompok utama (Brigham, 2001) yaitu:

1. Arus Kas dari Kegiatan Operasi

Arus kas perusahaan dari kegiatan operasi terdiri atas; (1) pengumpulan kas berasal dari konsumen, (2) pembayaran kepada pemasok untuk pembelian bahan baku, (3) arus kas keluar dari kegiatan operasi lainnya, seperti beban pemasaran dan administrasi, serta bunga dan (4) pembayaran tunai untuk pajak.

2. Arus Kas dari Kegiatan Investasi

Arus kas dari penerimaan atau pembayaran investasi yang mencakup; penerimaan dari pengeluaran saham baru, peningkatan pinjaman, pembayaran kembali pokok pinjaman, pembayaran dividen saham biasa.

3. Arus Kas dari Kegiatan Pembiayaan

Arus kas dari kegiatan pembiayaan mencakup kas yang diperoleh selama tahun berjalan dengan menerbitkan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, atau saham. Selain itu, karena pembayaran dividen atau kas yang digunakan untuk membeli kembali saham atau obligasi

menurunkan kas perusahaan, maka transaksi semacam itu dimasukkan di sini.

Free cash flow inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Rosdini, 2009). White et al (2003) dalam Rosdini (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen. Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai

perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003). *Free cash flow* dikatakan mempunyai kandungan informasi bila *free cash flow* memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa *free cash flow* yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* (Uyara dan Tuasikal, 2003).

2.1.7 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio* (Jensen, 1986). Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi. Lang and Litzenberger (1989) dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa bagi perusahaan *overinvesting*, kenaikan dividen mengimplikasikan pengurangan kebijakan manajemen atas investasi yang telah *overinvesting* sehingga respon pemegang saham positif terhadap kenaikan dividen tersebut. Peningkatan dividen merupakan sinyal yang positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh di masa yang akan datang

sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang perusahaan dengan *net present value* positif (Hasnawati, 2004).

Hasil penelitian Jensen (1986), Dini Rosdini (2009) mengemukakan bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow* maka perusahaan akan membagikannya sebagai dividen, sehingga dividen yang dibayarkan saat *free cash flow* tinggi tersebut juga memiliki besaran nilai yang tinggi pula. Teori *free cash flow* milik Jensen (1986) menjelaskan tindakan tersebut adalah untuk mengurangi *agency cost* yang ditimbulkan oleh manajemen dan *shareholder* akibat konflik kepentingan antara keduanya terkait *free cash flow*.

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2.1.8 Collateral Assets

Collateral asset adalah Rasio aset tetap terhadap aset total dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi (Triani Pujiastuti, 2008). Kreditor seringkali meminta jaminan berupa aktiva ketika memberi pinjaman kepada perusahaan yang membutuhkan pendanaan.

Ini menunjukkan besarnya aktiva yang akan diikatkan sebagai jaminan atas kredit yang diberikan oleh pemegang obligasi (Bambang Riyanto 1995 : 217). Dalam hubungan ini pemegang obligasi dapat minta agar aktiva yang dijadikan jaminan itu diasuransikan. Jaminan kredit tersebut dapat berupa tanah, bangunan, dan inventaris perusahaan. Menurut (Bambang Riyanto 1995 : 218) di samping jaminan kredit, pemegang obligasi dapat menempatkan syarat-syarat tambahan untuk pengamanan kreditnya, yaitu antara lain berupa:

1. Asuransi dari milik-milik perusahaan/ proyek
2. Pernyataan bahwa si peminjam tidak akan menjaminkan barang-barang lainnya untuk mendapatkan pinjaman lagi dari sumber lain
3. Pembatasan jumlah pinjaman dari sumber lain
4. Penetapan agar perusahaan senantiasa memelihara “net working capital” yang cukup
5. Persyaratan-persyaratan dalam penunjukkan pimpinan perusahaan, penambahan barang modal, dan pembagian keuntungan.

Adapun persyaratan pengamanan kredit tersebut harus merupakan persetujuan bersama antara pemegang obligasi dan manajemen dan di samping itu secara flexibel harus dapat ditinjau kembali apabila keadaan berubah.

2.1.9 Pengaruh *Collateral Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset koleteral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dengan pemegang obligasi (Mollah, 2000). Mollah (2000) mengatakan, dengan pendekatan rasio aset pabrik neto terhadap total aset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral untuk mengatasi masalah agensi pemegang saham dan pemegang obligasi, menemukan hubungan positif yang signifikan antara aset-aset kolateral dengan rasio pembayaran dividen.

Hasil penelitian Darman (2007), Mollah (2000) konsisten dengan Achmad Fauz dan Rosidi (2007) yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki jumlah aset kolateral yang besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah

yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aset kolateral kecil maka perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil.

H₃: *Collateral assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

2.1.10 Debt

Debt adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, yang pada saatnya harus dibayar kembali (Bambang Riyanto 1995 : 227). (Bambang Riyanto 1995 : 227) menyatakan *debt*/ utang dibagi dalam 3 golongan, yaitu:

1. Utang jangka pendek (*short term debt*)

Utang yang jangka pendek adalah utang yang jangka waktunya paling lama satu tahun. Sebagian besar utang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya. Adapun jenis-jenis daripada utang jangka pendek yang terutama adalah:

- a. Kredit Rekening Koran
- b. Kredit dari penjualan
- c. Kredit dari pembeli
- d. Kredit wesel

2. Utang jangka menengah (*intermediate term debt*)

Utang jangka menengah adalah utang yang jangka waktu atau umumnya adalah lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun.

Bentuk-bentuk utama utang jangka menengah adalah:

- a. *Term loan*

b. *Lease financing*

3. Utang jangka panjang (*long term debt*)

Utang jangka panjang adalah utang yang jangka waktunya panjang, umumnya lebih dari 10 tahun. Utang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membiayai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar.

Adapun jenis dari utang jangka panjang antara lain:

- a. Pinjaman Obligasi
- b. Pinjaman Hipotik

Triani Pujiastuti (2008) mengatakan bahwa perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang dapat berasal dari hutang maupun ekuitas. Dengan hutang mempunyai keuntungan dan kelemahan (Triani Pujiastuti 2008). Keuntungannya bunga yang dibayarkan dapat dipotong untuk tujuan pajak, sehingga menurunkan biaya efektif dari utang. Namun hutang dapat juga mempunyai beberapa kelemahan. Pertama, semakin tinggi rasio hutang maka semakin tinggi risiko perusahaan. Kedua, apabila sebuah perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan laba operasi tidak mencukupi untuk menutupi beban bunga, maka pemegang sahamnya harus menutupi kekurangan itu, dan perusahaan akan bangkrut jika mereka tidak sanggup.

2.1.11 Pengaruh *Debt* Terhadap Kebijakan Dividen

Jensen (1986) berpendapat bahwa penggunaan hutang untuk mendanai operasional perusahaan akan mengurangi pemakaian ekuitas perusahaan, sehingga

konflik antara manajer dengan pemegang saham dapat direduksi. Dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Dengan kata lain eksistensi hutang memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Meskipun hutang juga bisa menimbulkan konflik keagenan hutang, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Teori keuangan menjelaskan bahwa "*debt agency problem*" akan mengurangi nilai perusahaan dan biaya hutang tersebut lebih besar dari pada manfaat penggunaan hutang itu sendiri (Husnan, 2001).

Hasil penelitian Shumi Akhtar (2009), Kartika Nuringsih (2005) konsisten dengan hasil penelitian Achmad Fauz dan Rosidi (2007) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutang. Karenanya, untuk membiayai investasi digunakan dana internal, yang mengakibatkan pembagian dividen menjadi kecil (Mahadwartha dan Hartono 2002). Manajemen akan menurunkan level kebijakan dividennya dikarenakan laba yang dihasilkan akan lebih digunakan untuk pengembangan perusahaan (Achmad Fauz dan Rosidi, 2007).

H₄: *Debt* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2.1.12 Penelitian Terdahulu

1. Penelitian yang dilakukan oleh Triani Pujiastuti (2008) meneliti 120 sampel perusahaan manufaktur dan jasa pada periode 2000-2005. Hasil penelitian masalah keagenan dapat diturunkan dengan mekanisme pembayaran dividen, melalui kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), penyebaran kepemilikan saham (*shareholders dispersion*), dan hutang jangka panjang (*debt*). Variabel biaya agensi yang diproksikan oleh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *collateral assets*, *debt*, dan *free cash flow* secara bersama-sama signifikan mempengaruhi kebijakan dividen dalam konflik keagenan, dengan besarnya pengaruh sebesar 18%. Secara parsial *shareholder dispersion* berpengaruh positif dan *debt* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Kartika Nuringsih (2005) meneliti 60 perusahaan manufaktur periode 1995-1996. Hasil penelitian menghasilkan bahwa variabel utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Darman (2008) meneliti 147 perusahaan manufaktur periode 2000-2005. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan bahwa variabel *collateralizable assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut terjadi karena belum adanya pemisah yang jelas antara kepemilikan dan kontrol perusahaan, sehingga tidak terjadi *agency conflict* antara pemegang saham dengan manajer yang dapat menimbulkan *agency cost*. Namun justru yang terjadi

adalah konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor, sehingga *collateralizable assets* menjadi faktor penentu kebijakan dividen.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Achmad Fauz dan Rosidi (2007) meneliti 17 perusahaan manufaktur periode 1999-2003. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kebijakan utang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. *Collateral asset* menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
5. Penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002) meneliti perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada periode 1990-2000. Hasil penelitian P.A. Mahadwatha dan Jogyanto Hartono (2002) adalah bahwa kebijakan utang memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Crutchley dan Hansen (1989) meneliti 603 perusahaan industri periode 1981-1985. Hasil penelitian berupa adanya pengaruh negatif antara *shareholder dispersion* dengan *dividend payout ratio*.
7. Penelitian yang dilakukan oleh Mollah (2000) meneliti *The Influence of Agency cost on Dividen Policy in An Emerging Market* periode 1988-1997. Hasil penelitian menemukan bahwa variabel *collateral assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.
8. Penelitian yang dilakukan oleh M.S. Rozeff (1982) meneliti tentang *Growth, Beta, and Agency cost as Determinants of Dividend Payout Ratio* atas 200 perusahaan periode 1974-1980. Hasil penelitian menemukan

bahwa *shareholder dispersion* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

9. Penelitian yang dilakukan oleh M.C. Jensen (1986) meneliti tentang *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take over*. Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
10. Penelitian yang dilakukan oleh S.A. Ross (2000) meneliti tentang *Fundamental of Corporate Finance*. Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
11. Penelitian yang dilakukan oleh Dini Rosdini (2009) meneliti tentang pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* atas perusahaan manufaktur periode 2000-2002. Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
12. Penelitian yang dilakukan oleh Shumi Akhtar (2009) meneliti tentang *dividend payout determinants for Australian Multinational and Domestic Corporations* atas seluruh perusahaan yang terdaftar di Astralian Stock Exchange periode 1995-2008. Hasil penelitian menemukan bahwa *risk* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, *long term debt* dan *collateral assets* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berikut ini adalah tabel hasil penelitian terdahulu yang berkaitan dengan kebijakan dividen

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Periode	Obyek Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
Triani Pujiastuti (2008)	2000-2005	Perusahaan manufaktur dan jasa	Independen: <i>Insider ownership, Shareholder Dispersion, Free Cash Flow, Collateral Asset, Debt</i> Dependen: <i>Dividend Payout Ratio</i>	Regresi linier berganda	Secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dengan besarnya pengaruh sebesar 18%. Secara parsial <i>shareholder dispersion</i> berpengaruh positif dan <i>debt</i> berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan <i>collateral asset</i> dan <i>free cash flow</i> tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dalam konflik

					keagenan.
Kartika Nuringsih (2005)	1995-1996	Perusahaan manufaktur	Independen: Kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, ROA, ukuran perusahaan Dependen: Kebijakan dividen	Regresi linier berganda	Variabel hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.
Darman (2008)	2000-2005	Perusahaan manufaktur	Independen: <i>Insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership, collateralizable assets</i> Dependen: Kebijakan dividen	<i>Ordinary least square</i>	Collateralizable asset berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen
Achmad Fauz dan Rosidi (2007)	1999-2003	Perusahaan manufaktur	Independen: Aliran kas bebas, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang dan <i>collateral asset</i> Dependen: Kebijakan dividen	Regresi linier berganda	Variabel-variabel <i>free cash flow</i> , kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan utang dan <i>collateral asset</i> berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan

					dividen, tetapi secara pasrisal hanya kebijakan utang dan <i>collateral asset</i> berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen
Mahadwartha dan Hartono (2002)	1990-2000	Perusahaan manufaktur	Independen: Kebijakan utang, <i>Managerial ownership</i> , dan <i>size</i> Dependen: Kebijakan Dividen	Regresi linier berganda	Bahwa hubungan kebijakan utang dan kebijakan dividen adalah positif dan signifikan, hubungan <i>managerial ownership</i> dan kebijakan dividen adalah negatif dan signifikan, sementara hubungan <i>size</i> dengan kebijakan dividen adalah negatif dan signifikan
Crutchley dan Hansen (1989)	1981-1985	Perusahaan industri	Independen: <i>Managerial ownership</i> , <i>leverage</i> , <i>shareholder dispersion</i>	Regresi linier berganda	Variabel <i>shareholder dispersion</i> berpengaruh negatif signifikan

			Dependen: DPR		terhadap DPR
Mollah (2000)	1988- 1997	Perusahaan manufaktur	Independen: <i>Insider ownership, dispersion of ownership, free cash flow, collateraliz able asset</i> Dependen: DPR	Analisis regresi	Variabel <i>insider ownership</i> berpengaruh negatif signifikan dan <i>collateralizab le asset</i> berpengaruh positif signifikan dan <i>dispersion of ownership</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan
Rozeff (1982)	1974- 1980	Perusahaan manufaktur	Independen: <i>Growth, and agency cost</i> Dependen: <i>Dividend payout ratio</i>	Regresi linier berganda	<i>Shareholder dispersion</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap DPR
Jensen (1986)	1976- 1980	<i>Corporate finance</i>	Independen: <i>Agency cost</i> Dependen: DPR	Regresi linier berganda	<i>Free cash flow</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap DPR
Ross (2000)	1980- 1995	<i>Corporate finance</i>	Independen: <i>Agency Cost</i> Dependen: DPR	Regresi linier berganda	<i>Free cash flow</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap DPR

Dini Rosdini (2009)	2000-2002	Perusahaan manufaktur	Independen: <i>free cash flow</i> Dependen: <i>dividend payout ratio</i>	<i>Linier Regression</i>	<i>Free cash flow</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap DPR
Shumi Akhtar (2009)	1995-2008	Seluruh perusahaan yang terdaftar di Australian Stock Exchange	Independen: <i>risk, long term debt, collateral assets</i> Dependen: <i>dividend payout</i>	<i>Least square regression</i>	<i>risk</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>dividend payout, long term debt</i> dan <i>collateral assets</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>dividend payout</i>

Sumber : hasil-hasil penelitian

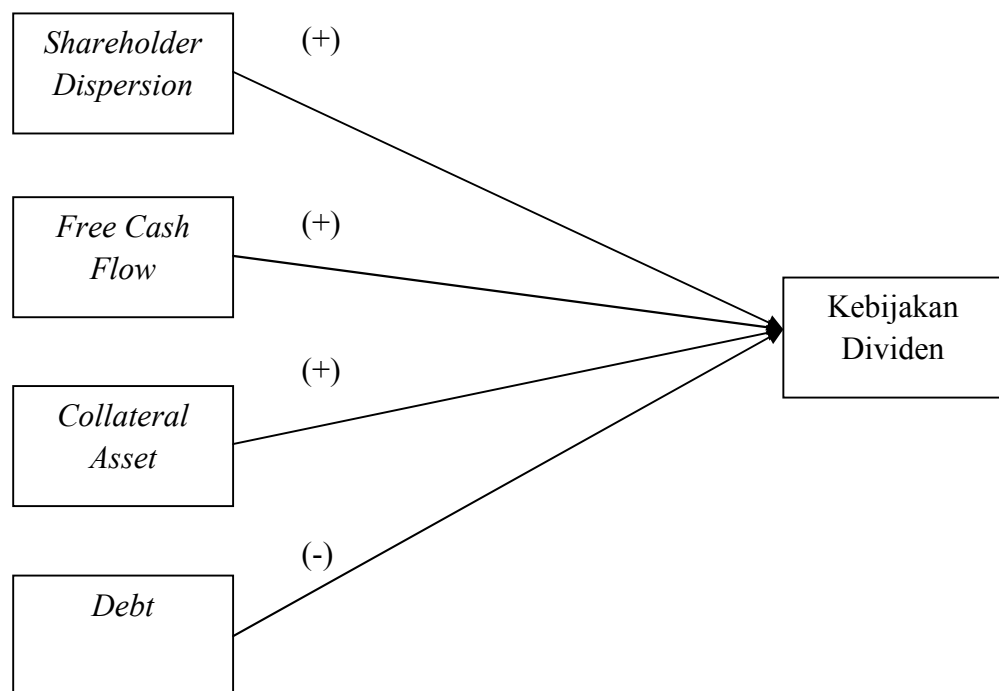
2.2 Kerangka Pemikiran

Kerangka konseptual merupakan penjelasan secara teoritis pertautan antara variabel yang akan diteliti. Pemegang saham yang semakin menyebar (*shareholder dispersion*) akan mengakibatkan kesulitan dalam proses monitoring perusahaan sehingga menimbulkan masalah keagenan yang penyelesaiannya melalui pembayaran dividen.

Perusahaan yang mempunyai kinerja investasi yang baik cenderung membagikan *free cash flow* dalam bentuk dividen, karena untuk mengurangi

agency cost yang ditimbulkan oleh manajemen dan *shareholder* akibat konflik kepentingan antara keduanya. Perusahaan yang memiliki *Collateral assets* yang besar, akan menghadapi masalah yang lebih sedikit antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Perusahaan yang mempunyai aset kolateral yang besar mampu membayar dividen yang tinggi. Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang berasal dari hutang (*debt*). Perusahaan yang mempunyai hutang yang besar kurang mampu membayarkan dividen yang tinggi. Adapun kerangka pemikiran yang menjadi dasar penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2.1



2.3 Hipotesis

Hipotesis adalah proporsi, kondisi atau suatu prinsip yang dianggap benar dan berangkat tanpa keyakinan, agar dapat ditarik suatu konsekuensi yang logis dan dengan cara ini kemudian digunakan pengujian tentang kebenaran dengan menggunakan faktor-faktor yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt*.

Hipotesis yang dibentuk dalam penelitian ini adalah:

H₁ : *Shareholder Dispersion* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H₂ : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H₃ : *Collateral asset* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H₄ : *Debt* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel yang digunakan dalam penelitian dibedakan menjadi dua yaitu variabel dependen (terikat) dan variabel independen (bebas). Sebagai variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, sedangkan variabel independen meliputi *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt*.

3.1.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan (Weston and Copeland, 1996). Kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*, yang merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Pujiastuti, 2008).

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}}$$

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah variabel *agency cost* yang diproksikan oleh variabel *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt*/ hutang jangka panjang, dengan deskripsi sebagai berikut:

1. *Shareholder Dispersion*

Shareholder dispersion merupakan penyebaran kepemilikan saham. *Shareholder dispersion* dihitung dengan rumus variance dari data persentase kepemilikan saham, untuk menunjukkan penyebaran kepemilikan saham (Taswan, 2003). *Variance* merupakan suatu ukuran dari sebaran disekitar rata-rata hitung. *Shareholder dispersion* dihitung dengan rumus (Susilawati, 1999):

$$SHLDR = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}$$

Keterangan:

- X_1 = persentase kepemilikan saham satu kelompok
- \bar{X} = rata-rata kepemilikan saham
- n = jumlah data

2. *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham, yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ali dan Tuaskai, 2002). *Free cash flow*

dapat diukur dari rasio laba bersih perusahaan tanpa depresiasi dan biaya bunga dengan total aset (Rosdini, 2009).

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Arus Kas Operasi} - (\text{Net Capital Expenditure} + \text{Change In Working Capital})}{\text{Total Assets}}$$

Dengan keterangan (Rosdini, 2009):

Net capital expenditure = nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal

Change in working capital = jumlah aktiva lancar – hutang lancar

Keterangan:

- *Net capital expenditure* = Pengeluaran modal bersih
- *Changes in working capital* = Perubahan modal kerja

3. *Collateral Assets*

Collateral assets merupakan aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan peminjaman (Fauz dan Rosidi, 2007). *Collateral assets* diukur dengan membagi antara aktiva tetap terhadap total aktiva (Wahidawati, 2001).

$$\text{Collateral Assets} = \frac{\text{Fixed Assets}}{\text{Total Assets}}$$

4. *Debt*

Debt merupakan bagian dari pertimbangan dalam struktur modal, karena struktur modal merupakan pertimbangan utang jangka pendek, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa, serta perusahaan akan berusaha mencapai suatu tingkat struktur modal yang optimal (Fauz dan

Rosidi, 2007). *Debt* diukur dari rasio hutang jangka panjang dengan total aset (Pujiastuti, 2008). Rasio ini dianggap sebagai proksi beban perusahaan atas hutang jangka panjangnya diukur dari seluruh aset yang dimiliki. *Debt* dapat dihitung dengan rumus (Pujiastuti 2008):

$$Debt = \frac{HutangJangkaPanjang}{Total\ Assets}$$

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang sudah go public dan terdaftar di BEI kecuali perbankan dengan tahun amatan 2004-2007, yakni 824 perusahaan. Pemilihan periode 2004-2007 disebabkan karena sampel untuk tahun 2007 keatas banyak perusahaan yang tidak membagikan dividen. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, artinya sampel dipilih berdasarkan pertimbangan subyektif peneliti, dimana persyaratan dibuat sebagai kriteria harus dipenuhi sebagai sampel (Subagyo, 1997).

Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini, yaitu:

1. Seluruh perusahaan yang *go public* dan tercatat di BEI kecuali perbankan selama periode penelitian 2004-2007.
2. Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai secara berturut-turut periode 2004-2007
3. Perusahaan yang memiliki data *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral assets*, dan *debt*.

Berdasarkan kriteria-kriteria di atas, maka perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut adalah:

Tabel 3.1
Daftar Nama Perusahaan

No	Nama Perusahaan
1	PT Timah (Persero) Tbk
2	PT Fast Food Indonesia Tbk
3	PT Mayora Indah Tbk
4	PT Multi Bintang Indonesia Tbk
5	PT Gudang Garam Tbk
6	PT Colorpak Indonesia Tbk
7	PT Lautan Luas Tbk
8	PT Trias Sentosa Tbk
9	PT Citra Tubindo Tbk
10	PT Lionmesh Prima Tbk
11	PT Lion Metal Works Tbk
12	PT Sumi Indo Kabel Tbk
13	PT Astra Graphia Tbk
14	PT Indo Kordsa Tbk
15	PT Hexindo Adiperkasa Tbk
16	PT Tunas Ridean Tbk
17	PT United Tractors Tbk
18	PT Merck Tbk
19	PT Unilever Indonesia Tbk
20	PT Berlian Laju Tanker Tbk
21	PT Rig Tenders Indonesia Tbk
22	PT Matahari Putra Prima Tbk
23	PT Tigaraksa Satria Tbk
24	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk

Sumber : ICMD

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang sudah diolah pihak pengumpul data primer serta melalui studi pustaka yang

ada hubungannya dengan masalah yang dihadapi dan dianalisis, disajikan dalam bentuk informasi. Data sekunder yang akan digunakan meliputi:

1. Data laporan keuangan semua perusahaan kecuali perbankan selama periode 2004-2007.
2. *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) periode 2004-2007.
3. Pojok BEI Universitas Diponegoro.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Teknis pengambilan data dilakukan dengan metode dokumenter yaitu dengan cara pengumpulan data-data yang dibutuhkan seperti laporan keuangan tahunan perusahaan yang dimuat di *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2004 sampai dengan tahun 2007 beserta laporan keuangan yang dipublikasikan yang terpisah dengan ICMD.

3.5 Metode Analisis

3.5.1 Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel-variabel dalam penelitian ini. Alat analisis yang digunakan adalah rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum dan minimum. (Ghozali, 2005). Statistik deskriptif menyajikan ukuran-ukuran numerik yang sangat penting bagi data sampel. Uji statistik deskriptif tersebut dilakukan dengan program SPSS 16.0.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas mempunyai distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2001). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau melihat histogram dari residualnya (Ghozali, 2001). Data tersebut normal atau tidak dapat diuraikan lebih lanjut sebagai berikut :

1. Jika data menyebar diatas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas data dapat juga menggunakan uji kolmogrov-smirnov untuk mengetahui signifikansi data yang terdistribusi normal. Dengan pedoman pengambilan keputusan :

1. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas <0.05 , distribusi adalah tidak normal.

2. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas >0.05 , distribusi adalah normal (Ghozali, 2001)

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak, model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak orthogonal (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Uji multikolinearitas ini dapat dilihat dari nilai tolerance dan variance inflation factor (VIF). Tolerance mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF=1 / \text{tolerance}$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai cutt off yang umum dipakai adalah nilai tolerance 0.10 atau nilai VIF 10. Jadi multikolinearitas terjadi jika nilai tolerance <0.10 atau nilai VIF >10 (Ghozali, 2001).

3.5.2.3 Uji Autokolerasi

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode t-1 (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi. Cara yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson (DW). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Ghozali, 2001) :

1. Bahwa nilai DW terletak diantara batas atas atau upper bound (d_u) dan ($4-d_u$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi positif.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah atau lower bound (d_l), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada batas bawah atau lower bound ($4-d_l$), maka koefisien autokorelasi lebih kecil dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak antara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau DW terletak antara ($4-d_u$) dan ($4-d_l$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Tabel 3.2

Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_l$
Tdk ada autokorelasi positif	No decision	$d_l \leq d \leq d_u$
Tdk ada korelasi negative	Tolak	$4 - d_l < d < 4$
Tdk ada korelasi negative	No decision	$4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$

Tdk ada autokorelasi, Positif atau negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4-du$
--	---------------	-----------------

Sumber : Imam Ghozali (2007)

Selain itu keputusan mengenai ada tidaknya autokorelasi dalam model dapat menggunakan uji Run Test. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah random atau acak (Ghozali, 2005). Apabila tingkat signifikansi hasil uji Run Test dibawah α (0,05) maka didalam model terdapat autokorelasi. Tetapi apabila tidak signifikan pada α (0,05) maka tidak terdapat autokorelasi.

Hipotesis yang diajukan dalam uji Run Test.

H_0 : residual random (acak)

H_1 : residual tidak random

3.5.2.4 Uji Heterokedastisitas

Menurut Imam Ghozali (2005) uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Cara menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik. Pengujian scateer plot, model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisitas harus memenuhi syarat sebagai berikut :

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Analisis menggunakan plot mempunyai kelemahan yang cukup signifikan. Oleh karena itu perlu dilakukan uji statistik yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas yaitu salah satunya dengan uji glejser. Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati, 2003 dalam Ghozali, 2006). Jika salah satu variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2006).

3.5.3 Analisis Regresi Berganda

Metode analisis untuk mengetahui variabel independen yang mempengaruhi secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yaitu *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *collateral asstes*, dan *debt* digunakan persamaan umum regresi linier berganda atas empat variabel bebas terhadap variabel tidak bebas model umum regresi berganda, yaitu : (Gujarati, 1993)

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana :

Y : *Dividend payout ratio*

α : konstanta

$\beta_{1,2,3,4}$: Penaksir koefisien regresi

X_1 : *Shareholder dispersion*

X_2 : *Free cash flow*

X_3 : *Collateral assets*

X_4 : *Debt*

e : Variabel Residual (tingkat kesalahan)

3.5.4 Uji Hipotesis

3.5.4.1 Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F)

Pengujian koefisien regresi keseluruhan menunjukkan apakah variabel bebas secara keseluruhan atau bersama mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas (*Dividend payout ratio*). Pengujian dilaksanakan sebagai berikut:

1. Membandingkan antara F tabel dan F hitung

Nilai F hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati,1999) :

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

Keterangan :

R^2 : Koefisien determinasi

K : Banyaknya koefisien regresi

N : Banyaknya observasi

- a. Bila $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *dividen payout ratio*.
- b. Bila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, variabel bebas (independen) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*.

2. Berdasarkan Probabilitas

Dalam skala probabilitas lima persen, jika probabilitas (signifikansi) lebih besar dari α (0.05) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*, jika lebih kecil dari 0.05, maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*. Sedangkan pada skala sepuluh persen, jika lebih besar dari α (0.1) maka variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*, jika lebih kecil dari 0.1 maka variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*.

3.5.4.2 Uji Hipotesis secara Parsial (Uji t)

Pengujian parsial regresi dimaksudkan untuk melihat apakah variabel bebas (independen) secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas (dependen) dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Pengujian dilaksanakan dengan pengujian dua arah sebagai berikut:

1. Membandingkan antara variabel t tabel dan t hitung

Nilai t hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati,1999) :

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien regresi}}{S \text{ tan dar deviasi}}$$

- a. Bila $-t \text{ tabel} < -t \text{ hitung}$ dan $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara individu tidak berpengaruh terhadap variabel dependen
 - b. Bila $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ dan $-t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$, variabel bebas (independen) secara individu berpengaruh terhadap variabel dependen
2. Berdasarkan probabilitas

Jika probabilitas (signifikansi) lebih besar dari 0.05 (α) maka variabel bebas secara individu tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, jika lebih kecil dari 0.05 maka variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

3.5.4.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Koefisien determinasi dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999) :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{\sum i^2}{\sum yi^2}$$

Nilai R^2 besarnya antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$) koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel tidak bebas. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel bebas semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas.