

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

**TESIS**

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



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

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

## ABSTRACT

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

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

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

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

## BAB I. PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

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

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

penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

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

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

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

Penelitian-penelitian yang telah dilakukan di Indonesia tersebut secara umum masih memiliki hasil yang relatif berbeda satu sama lain, hal ini dapat terjadi karena penelitian-penelitian tersebut secara keseluruhan tidak melakukan uji normalitas data. Lebih lanjut penelitian-penelitian tersebut secara khusus hanya melakukan kajian pada perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur saja. Kedua hal ini menimbulkan adanya kesenjangan penelitian (*research gap*) dari sisi hasil yang berbeda akibat tidak dilakukannya uji normalitas data dan sampel yang digunakan sehingga perlu dilakukan penelitian yang melakukan uji normalitas dan tidak hanya mengambil sampel dari satu sektor saja, namun berasal dari semua sektor yang ada di Bursa Efek Jakarta dan mampu mewakili perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta.

Oleh sebab itu penelitian ini akan melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, *investment opportunity set* (IOS), *return on asset* (ROA) dan kebijakan hutang yang diukur dari *debt to equity ratio* (DER) terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio* (DPR) dengan terlebih dahulu dilakukan uji normalitas data yang tidak pernah dilakukan pada penelitian sebelumnya. Penelitian ini akan menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang sahamnya masuk dalam perhitungan Indeks LQ45, karena saham-saham yang

masuk dalam perhitungan Indeks LQ45 memiliki kapitalisasi pasar yang sangat besar yaitu 75% dari kapitalisasi pasar di Bursa Efek Jakarta (Agus Sartono dan Sri Zulaihati, 1998). Lebih lanjut saham yang masuk dalam indeks LQ45 merupakan saham yang aktif, memiliki fundamental yang baik dan masuk dalam kategori *blue chips* yang diminati oleh investor dalam melakukan investasi saham di Bursa Efek Jakarta.

## 1.2. Perumusan Masalah

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

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

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

## 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.
2. Untuk menganalisis pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*.
3. Untuk menganalisis pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio*.

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

#### **1.4. Kegunaan Penelitian**

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut :

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

## **BAB II. TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

### **2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Jensen dan Meckling (1976) dalam Adhi A.W. (2002) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik di antara keduanya. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* ini dapat berupa *agency cost of equity*.

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

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

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

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

## 2.2. Penelitian Terdahulu

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

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

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

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Syukriy Abdullah (2001) menggunakan sampel dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive* tanpa melihat bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta atau tidak. Teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan 3SLS. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

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

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

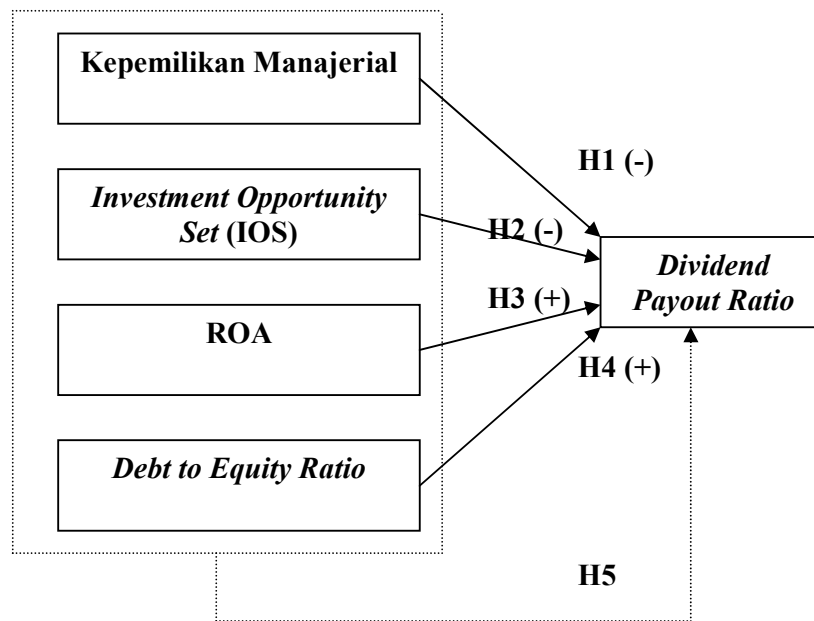
Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) melakukan penelitian yang mengkaji pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, risiko, kepemilikan institusi, ROA dan aset tetap terhadap kebijakan dividen yang diukur dari *dividend payout ratio*. Sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang bergerak di sektor manufaktur di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1998-2001. Teknik analisis yang digunakan adalah teknik analisis regresi berganda dengan mengabaikan normalitas data. Hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) adalah bahwa risiko dan

aset tetap memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

### 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

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

#### Kerangka Pemikiran Teoritis



### 2.4. Hipotesis

- H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- H2 : *Investment Opportunity Set* (IOS) / Set Kesempatan Investasi berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- H3 : ROA berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- H4 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- H5 : Kepemilikan manajerial, *Investment Opportunity Set* (IOS) / Set Kesempatan Investasi, ROA dan *Debt to Equity Ratio* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*



### BAB III. METODE PENELITIAN

#### 3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang sudah tercatat di Bursa Efek Jakarta hingga periode tahun 2003. Jumlah populasi adalah 332 perusahaan (Bursa Efek Jakarta, 2003 dan Bapepam, 2003). Tidak semua anggota populasi ini akan menjadi obyek penelitian sehingga perlu dilakukan pengambilan sampel.

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

1. Merupakan saham yang aktif diperdagangkan selama tahun 2003, dan masuk ke dalam perhitungan Indeks LQ45 selama dua kali berturut-turut. Hal ini dilandasi pemikiran karena Indeks LQ45 direview oleh otoritas bursa sebanyak 2 kali dalam setahun yaitu bulan Januari dan bulan Juli. Terdapat sebanyak 39 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut.
2. Tersedia data yang lengkap pada periode penelitian. Semua sampel yang mampu memenuhi kriteria pertama yaitu sebanyak 39 perusahaan memiliki data yang lengkap. Sehingga 39 perusahaan tersebut menjadi sampel pada penelitian ini.

Tabel 3.1.

Sampel Penelitian

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

Sumber : Bursa Efek Jakarta.

### 3.2. Definisi Operasional Variabel

Pada bagian ini akan dijelaskan definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, set kesempatan investasi (*investment opportunity set / IOS*), ROA, dan *debt to equity ratio* yang dipergunakan sebagai variabel bebas dan *dividend payout ratio* yang dipergunakan sebagai variabel terikat.

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

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

Dimana :

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

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

TE : Total ekuitas

3. ROA, rasio ROA digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Rasio ROA diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
4. *Debt to Equity Ratio (DER)*, DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber perdanaan usaha, DER diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
5. *Dividend Payout Ratio (DPR)*, *Dividend payout ratio* diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. DPR diperoleh langsung dari *Indonesian Capital Market Directory 2004* yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

### 3.3. Jenis dan Sumber Data

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

1. Daftar saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ 45 selama periode penelitian (tahun 2003). Data ini diperoleh dari Bursa Efek Jakarta.
2. Data komposisi kepemilikan saham periode tahun 2003 yang akan dipergunakan untuk menghitung prosentase kepemilikan manajerial. Data ini

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

3. Data kapitalisasi pasar dan total ekuitas periode tahun 2003 yang dipergunakan untuk menghitung rasio MVE/BVE sebagai proksi set kesempatan investasi. Data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.
4. Data ROA, DER, DPR periode tahun 2003, data ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* 2004 yang diterbitkan oleh *Economic and Finance Institute*.

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

### 3.4. Metode Pengumpulan Data

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

### 3.5. Pengujian Hipotesis

Pada penelitian ini teknik analisis data dilakukan dengan menggunakan teknik analisis regresi berganda untuk mengolah dan membahas data yang telah diperoleh dan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Model regresi yang digunakan adalah sebagai berikut:

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

Dimana :

Y : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

$\alpha$  : Konstanta

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

X1 : Kepemilikan Manajerial

X2 : *Investment Opportunity Set* (IOS)

X3 : ROA

X4 : DER

e : *Residual*

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial, sementara uji F dilakukan untuk menguji pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama / simultan. Pada penelitian ini hipotesis 1 sampai dengan hipotesis 4 diuji dengan menggunakan uji t. Pada uji t, nilai t hitung akan dibandingkan dengan nilai t tabel, apabila nilai t hitung lebih besar daripada t tabel maka  $H_a$  diterima dan  $H_o$  ditolak, demikian pula sebaliknya. Nilai t hitung dihitung dengan rumus :

$$t \text{ hitung} = \frac{b}{\sigma b}$$

Dimana :

$b$  = Koefisien regresi variabel independen

$\sigma b$  = Deviasi standar koefisien variabel independen

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

$$\begin{aligned} F \text{ hitung} &= \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)} \\ &= \frac{ESS / (k - 1)}{RSS / (n - k)} \end{aligned}$$

Dimana :

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

$1 - R^2$  = *Residual sum of squares* (RSS)

$n$  = Jumlah sampel

$k$  = Jumlah variabel

## **BAB IV. ANALISIS DATA**

### **4.1. Pengujian Asumsi Klasik**

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

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

#### 4.1.1. Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk melihat bahwa suatu data terdistribusi secara normal atau tidak. Uji normalitas data dilakukan dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov. Hipotesis yang menyatakan bahwa data terdistribusi tidak normal akan diuji dengan nilai  $Z$ . Hair *et al* (1998) mengemukakan bahwa normalitas data dapat dilihat dengan uji Kolmogorov Smirnov. Apabila nilai  $Z$  statistiknya tidak signifikan maka suatu data disimpulkan terdistribusi secara normal. Hal yang sama juga ditegaskan oleh Imam Ghozali (2001) yang menyatakan bahwa apabila nilai  $Z$  hitung  $>$   $Z$  tabel, maka distribusi tidak normal. Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 1%. Bahkan agar lebih sederhana, pengujian ini dapat dilakukan dengan melihat tingkat probabilitas dari Kolmogorov Smirnov  $Z$  statistik. Pada Tabel 4.1. berikut ini akan disajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

**Tabel 4.1.**

**Hasil Uji Kolmogorov Smirnov**

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

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* 2004 dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah.

Keterangan : Uji Kolmogorov Smirnov dilakukan dengan tingkat signifikansi 1%

Kesimpulan : Semua variabel terdistribusi normal

Dari Tabel 4.1. tersebut di atas dapat dilihat bahwa semua variabel yang digunakan dalam penelitian memiliki nilai  $Z$  dengan tingkat probabilitas yang lebih besar dari 1% yang artinya bahwa nilai  $Z$  tidak signifikan pada tingkat signifikansi 1%. Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan data tidak normal ditolak dan menerima hipotesis bahwa data terdistribusi secara normal.

#### 4.1.2. Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini pengujian heteroskedastisitas dilakukan dengan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresi variabel-variabel bebas dalam persamaan regresi dengan nilai residual sebagai variabel terikatnya. Apabila hasilnya signifikan maka dapat dikatakan terjadi heteroskedastisitas (Gunawan Sumodiningrat, 1996). Hasil uji Glejser dapat dilihat pada Tabel 4.2. berikut ini

**Tabel 4.2.**  
**Hasil Uji Glejser**

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

Keterangan : Variabel terikat adalah *absolute error*

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah.

Dari uji Glejser seperti yang terlihat pada Tabel 4.2. diketahui bahwa semua variabel bebas yang digunakan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap variabel terikat yaitu *absolute error* ini dapat dilihat dari tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas yang diteliti, di mana tingkat signifikansi dari masing-masing variabel bebas tersebut lebih besar dari 5%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak ada heteroskedastisitas dalam persamaan regresi.

#### 4.1.3. Uji Multikolinieritas

Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan korelasi antar variabel-variabel bebas yang akan digunakan dalam persamaan regresi. Apabila sebagian atau seluruh variabel bebas berkorelasi kuat berarti terjadi multikolinieritas. Metode lain yang dapat dilakukan untuk menguji adanya multikolinieritas ini dapat dilihat pada *tolerance value* atau *Variance Inflation Factors (VIF)*. Batas *tolerance value* adalah 0,10 dan *Variance Inflation Factors (VIF)* adalah 10 (Hair et al., 1998 : 48). Jika nilai *tolerance value* di bawah 0,10 atau nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di atas 10 maka terjadi multikolinieritas. Untuk mendeteksi multikolinieritas ini dapat pula dilihat dari *condition index*. Nilai teoritis *condition index* adalah sebesar 20, jika lebih besar dari nilai tersebut maka diindikasikan terdapat multikolinieritas. Hasil uji multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 4.3. berikut ini.

**Tabel 4.3.**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

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

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah.

Dari Tabel 4.3. di atas dapat dilihat bahwa nilai *tolerance value* semua variabel berada di atas 0,10 dan nilai *Variance Inflation Factors (VIF)* di bawah 10 serta koefisien *condition index* berada di bawah nilai 20, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas dalam persamaan regresi berganda.

#### 4.1.4. Uji Otokorelasi

Untuk mendiagnosis adanya otokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan melalui pengujian Durbin Watson dengan ketentuan sebagai berikut:

Kurang dari 1,1	Ada otokorelasi
1,1 hingga 1,54	Tanpa kesimpulan
1,55 hingga 2,46	Tidak ada otokorelasi
2,46 hingga 2,9	Tanpa kesimpulan
Lebih dari 2,9	Ada otokorelasi

**Tabel 4.4.**  
**Hasil Uji Durbin Watson**

Nilai Durbin Watson	Kesimpulan
2,105	Tidak ada otokorelasi

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah.

Berdasarkan Tabel 4.4. di atas dapat diketahui bahwa besarnya nilai Durbin Watson persamaan regresi pada penelitian ini adalah berada pada kisaran tidak ada otokorelasi, oleh sebab itu dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat otokorelasi pada persamaan regresi dalam penelitian ini.

#### 4.2. Pengujian Hipotesis

Untuk menjawab masalah, mencapai tujuan dan pembuktian hipotesis serta untuk mengetahui apakah variabel eksplanatori secara parsial berpengaruh secara signifikan (nyata) terhadap variabel terikat, maka perlu dilakukan uji t. Hasil analisis regresi berganda yang telah dilakukan dapat dilihat pada Tabel 4.5. sebagai berikut:

**Tabel 4.5.**  
**Hasil Analisis Regresi Berganda**

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

Keterangan :

Variabel terikat adalah DPR

\* signifikan pada tingkat signifikansi 10%

\*\* signifikan pada tingkat signifikansi 5%

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory 2004* dan [www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id), diolah.

Berdasarkan Tabel 4.5. tersebut, maka dapat ditulis persamaan regresi sebagai berikut :

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

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

#### 4.2.1. Pengujian Hipotesis 1

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

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

Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian-penelitian tersebut dapat terjadi karena sampel yang digunakan dalam penelitian-penelitian tersebut terutama yang dilakukan di Indonesia adalah penelitian tersebut tidak menggunakan sampel yang dapat mewakili seluruh emiten yang ada di Bursa Efek Jakarta (misal penelitian Syukriy Abdullah (2001) yang menggunakan emiten tanpa melihat bahwa saham perusahaan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta atau tidak, sementara itu sampel penelitian P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) hanya terfokus pada perusahaan sektor manufaktur saja. Dan beberapa dari penelitian tersebut mengabaikan normalitas data.

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

#### 4.2.2. Pengujian Hipotesis 2

Koefisien regresi variabel IOS adalah bertanda positif sebesar 0,05385 dengan nilai t hitung sebesar 2,092. Nilai t hitung variabel IOS ini lebih besar apabila dibandingkan dengan nilai t tabel dengan derajat bebas 38 pada tingkat signifikansi 5% sebesar 1,96. Namun tanda pada koefisien regresi IOS ini tidak seperti yang diharapkan meskipun memiliki pengaruh yang signifikan sehingga



hipotesis 2 yang menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima.

Dalam penelitian ini IOS ditemukan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap DPR pada tingkat signifikansi 5%. Hal ini konsisten dengan temuan penelitian P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002). P.A. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) berargumentasi bahwa berpengaruh positif dan signifikannya IOS terhadap DPR menunjukkan bahwa *free cash flow hypothesis* lebih berlaku dan tidak mendukung *signalling hypothesis*. *Free cash flow hypothesis* berargumentasi bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan deviden yang rendah karena sebagian besar *retained earning* digunakan untuk investasi. Pengukuran deviden yang hanya menggunakan proporsi deviden dari pihak pemegang saham *outsider* mampu mendukung hipotesis bahwa dalam situasi terdapat *managerial ownership* maka *free cash flow hypothesis* mampu menjelaskan fenomena kebijakan deviden.

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

#### 4.2.3. Pengujian Hipotesis 3

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

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

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

(*managerial shareholder*) dan tanpa tergantung pada besarnya ROA yang diperoleh perusahaan.

#### 4.2.4. Pengujian Hipotesis 4

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

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

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

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

#### 4.2.5. Pengujian Hipotesis 5

Persamaan regresi memiliki nilai  $F$  hitung sebesar 2,154 yang lebih besar daripada  $F$  tabel dengan derajat bebas (4 : 34) pada tingkat signifikansi 10% sebesar 2,118. Artinya adalah persamaan regresi ini signifikan pada tingkat signifikansi 10%. Berdasarkan hal tersebut  $H_5$  yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial, *Investment Opportunity Set* (IOS), ROA, *Debt to Equity Ratio* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*, diterima. Ini menunjukkan bahwa variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini merupakan penjelas nyata pada variabel terikat.

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

## **BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN**

### **5.1. Kesimpulan**

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

### **5.2. Saran**

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

1. Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta harus memperhatikan *Investment Opportunity Set* (*Investment Opportunity Set* (IOS) yang diukur dari MVE/BVE karena mampu mempengaruhi besarnya DPR. Sementara itu perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta tidak perlu memperhatikan variabel-variabel yang tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR seperti kepemilikan manajerial, ROA dan DER.
2. Investor dalam melakukan investasi di Bursa Efek Jakarta dengan tujuan memperoleh deviden harus memperhatikan *Investment Opportunity Set* (*Investment Opportunity Set* (IOS) yang diukur dari MVE/BVE. Investor dapat melakukan investasi pada saham-saham perusahaan yang memiliki nilai MVE/BVE tinggi karena akan membagikan deviden yang lebih besar dari laba

- yang diperolehnya. Investor tidak perlu mempertimbangkan kepemilikan manajerial, ROA dan DER karena tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR.
3. Peneliti yang tertarik untuk melakukan kajian di bidang yang sama disarankan untuk menggunakan proksi IOS yang lebih luas lagi, meskipun proksi IOS dalam penelitian ini merupakan proksi yang telah diterima secara luas oleh peneliti. Penelitian mendatang juga dipandang perlu menggunakan umur perusahaan sebagai *moderating variabel* karena temuan dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa umur perusahaan dapat membedakan besaran DPR dan IOS.
  4. Penelitian ini memiliki keterbatasan dari sisi sampel yang diambil di mana sampel yang diambil masih termasuk perusahaan yang memiliki nilai DPR sebesar 0 karena tidak membagikan dividen oleh sebab itu penelitian mendatang tidak perlu menggunakan perusahaan yang tidak membagi dividen sebagai sampel penelitian.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, Cahit (2000), "Instability in the Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market," *Emerging Markets Review*, Vol. 1.
- Adhi A.W. (2002), "Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta," *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris Dari BEJ", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 878-906.
- Agus Sartono dan Sri Zulaihati (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Portofolio Optimal dengan Indeks Tunggal Di BEJ," *Kelola*, No 17, Juli.
- Ali Sani Uyara dan Askam Tuasikal (2002), "Moderasi Aliran Kas Bebas Terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficient", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 16-26.
- Algifari (2000), *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta.
- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey dan Roni Michaely (2003), "Payout Policy in the 21<sup>st</sup> Century," *Working Paper*, National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA.
- Chen, R. Carl dan T. Steiner (1999), "Managerial Ownership and Agency Conflict : a Nonlinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking Debt Policy, and Dividend Policy", *Financial Review*, Vol. 34, p. 119-137.
- Clara E.S. (2001), "Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta : Studi Kasus Industri Tekstil dan Garment", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan).
- Claire E. Crutchley dan Robert S. Hansen (1989), "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", *Financial Management*, Winter.
- Eddy Suranta dan Mas'ud Machfoedz (2003), "Analisis Struktur Kepemilikan, Nilai Perusahaan, Investasi dan Ukuran Dewan Direksi", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 214-226.
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyie (2001), "CEO Compensation, IOS and the Role of Corporate Governance," *Corporate Governance*, Vol. 1 No. 2, p. 23-33.
- Emory, C. William (1996), *Metode Penelitian Bisnis*, Penerbit Erlangga Jakarta

- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi (2003), "Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, 260-276.
- Gaver, J.J, dan Kenneth M. Gaver (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 1, p. 233-265.
- Greene, William H. (1997), *Econometric Analysis*, Mac Millan Publishing Company, New York
- Gujarati, D.N. (1995), *Basic Econometric*, 3rd Edition; McGraw Hill, Inc.
- Gunawan Sumodiningrat (1996), *Ekonometrika Pengantar*, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Hair, Joseph F, Ralph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black (1998), *Multivariate Data Analysis*, Fifth Edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Heaton, J.B. (2002), "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management*, Summer 2003, p. 33-45.
- Imam Ghozali (2001), *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan Universitas Diponegoro, Semarang.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 820-845.
- J.A. Saputro (2002), "Confirmatory Factor Analysis Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Hubungannya dengan Realisasi Pertumbuhan", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 192-212.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg dan T.S. Sorn (1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 247-263.
- Jogiyanto Hartono (1998), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE UGM: Yogyakarta.
- Jogiyanto Hartono (1999), "An Agency Cost Explanation for Dividend Payments", *working Paper*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Kallapur, Sanjay dan M.A. Trombley (1999), "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth", *Journal of Business and Accounting*, Vol. 26, April/Amy, p. 505-519.
- Miller, M. dan K. Rock (1985), "Dividend Policy Policy Under Asymmetric Information", *Journal of Finance*, p. 1031-1052.
- P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Putu A.M. dan Jogiyanto Hartono (2002), "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen," *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Robbert Ang. (1997), *Pasar Modal Indonesia*, Mediasoft Indonesia. Jakarta.
- Rozeff, M.S. (1982), "Growth, Beta dan Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal Financial Research*, p. 249-259.
- Sekaran, Uma (1992), *Research Methods For Business: Skill-Building Approach*; 2nd Editon, John Wiley & Sons, Inc.
- Smith, C.W. dan R.L. Watts (1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Jornal of Financial Economics*, Vol. 13, p. 187-221.
- Syahib Natarsyah. (2000), "Analisis Pengaruh Beberapa Faktor Fundamental dan Risiko Sistematis terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di Pasar Modal Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 15, No. 3, 294 – 312.
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 278-293.
- Wahidahwati (2002), "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, p. 1-16.

- Wahidahwati (2002), “Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen”, *Makalah Seminar*, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 601-625.
- Yogo Purnomo (1998), “Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi Kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992-1996)”, *Usahawan*, No. 12 Th. XXVII.