

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Keputusan pendanaan merupakan suatu hal yang penting bagi pemilik saham. Demikian juga keputusan investasi yang penting juga bagi investor. Relevansi keputusan pendanaan dengan keputusan investasi merupakan salah satu faktor penting dalam manajemen keuangan yang masih menjadi perdebatan saat ini. Berdasarkan penelitian Kaaro hermianto (2001: 1067) asumsi dasar persaingan sempurna yang dikemukakan *Fisher Separation theorem* secara tegas memisahkan keputusan investasi dengan keputusan pendanaan ( dalam Copeland dan Weston 1988: 12). Dua tahap dalam teori Fisher secara tegas memisahkan keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Tahap I, manajemen melakukan keputusan investasi dengan mempertimbangkan prospek perusahaan. Tahap II, manajemen memutuskan sumber pendanaan. Bila asumsi pasar sempurna difonggarkan, tampak manajemen memiliki informasi tentang prospek pendanaan lebih baik daripada investor.

Perusahaan yang baru pertama kali go publik merupakan suatu peristiwa yang penting bagi perusahaan itu sendiri. Investor akan mengambil keputusan untuk menginvestasikan modalnya melalui informasi yang disediakan perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan lima tahun sebelumnya. Keuntungan yang dicapai sebelumnya merupakan pertimbangan penting bagi investor untuk mengukur kinerja

dari perusahaan itu. Dengan kinerja yang diraih maka setidaknya investor dapat memprediksi kebijakan dividen yang akan dipilih bagi perusahaan.

Secara empiris kebijakan dividen menunjukkan mempunyai hubungan yang signifikan antara harga saham dengan pengumuman yang tak terduga atas perubahan dividen. Secara ringkas bahwa rata-rata reaksi reaksi harga pasar terhadap pengumuman dividen, apakah itu naik atau turun berdampak positif atau negatif. Pengumuman mempunyai dampak secara keseluruhan terhadap pilihan kebijakan dividen dimana pernyataan ini sesuai dengan model teori signal yang didasarkan pada informasi asimetri.

Dalam karya ini penulis meneliti masalah perubahan pembayaran dividen dalam konteks penjelasan alternatif yang didasarkan pada *asymmetry information*. Penjelasan alternatif ini didasarkan pada *Pecking Order Theory* dari Myers (1984) dan Myers dan Majluf (1984) yang termuat dalam Deskhmukh (2003 : 351-368) yang menjelaskan *pecking order theory* ini secara tersimpul bahwa kebijakan dividen suatu perusahaan sebagian besar telah mengabaikan sumber pustaka akan kebijakan dividen. Fokus dari penelitian ini adalah meneliti efek *asymmetry information* atas perubahan dividen. Dalam pendekatan ini menunjukkan hubungan antara *asymmetry information* dan perubahan dividen.

Perubahan dividen berpengaruh terhadap harga saham merupakan isu yang telah menjadi perdebatan sejak lama. Perdebatan ini mengacu pada nilai pasar perusahaan yang tergantung pada daya pendapatan perusahaan yang akan dibayarkan sebagai dividen. Selain itu, yang menjadi masalah apakah yang menjadi reaksi pasar

atas informasi yang ada pada perusahaan mengenai perubahan dividen itu sebagai informasi. Dalam pengujian reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan pembayaran dividen telah banyak dilakukan dengan hasil yang berbeda-beda. Pettit (1972) dan *Aharony & Swary (1980)* dalam Kartini (2001 : 121-139) mengamati reaksi pasar terhadap berbagai pengumuman pembayaran dividen seperti kebijakan pembayaran dividen yang tetap, kebijakan pembayaran dividen yang naik dan kebijakan pembayaran dividen yang turun. Penelitian lain dikemukakan oleh *Healy & Palepu (1988)* dalam Kartini (2001) mengamati reaksi pasar terhadap *dividen initiation* yaitu kebijakan pembagian dividen untuk pertama kalinya atau pertama kalinya setelah ditunda beberapa periode.

Secara luas penelitian literature kebijakan dividen ini dilakukan melalui tiga langkah. Yang pertama penulis meneliti dividen permulaan untuk sampel pada perusahaan yang baru go publik antara tahun 1900-1997 yang didasarkan pada perusahaan antara tahun 1990 – 2000. Dividen permulaan menggambarkan perubahan dari dividen sebesar nol menuju arah dividen yang jumlahnya positif. As Asmuquith dan Mullins (1983) dalam Deshmukh (2003: 351-368) berargumen bahwa dividen permulaan tidak dapat diduga apakah dividen itu akan naik ( atau turun) dan menggambarkan perubahan tingkat yang signifikan atas kebijakan dividen perusahaan. Sebagai konsekwensinya dividen permulaan harus menyediakan satu latar belakang sebagai gambaran atas teori yang menjadi dasar implikasinya.

Yang kedua, sumbangan tenaga termasuk didalamnya tentang tidak / belum pembayaran dividen (non permulaan ) perusahaan, ditambah dengan pembayaran

dividen permulaan suatu perusahaan. Penelitian ini memasukkan variabel pembayaran dividen permulaan atau faktor perusahaan tidak membayar dividen permulaan agar hasilnya tidak bias untuk mengukur nilai sebagai parameternya.

Ketiga, penelitian ini menggunakan metodologi untuk mengerjakan efek dari informasi asimetri dalam menentukan kebijakan baru khususnya dengan menggunakan data historis dan estimasi model risiko. Model risiko yang digunakan menggunakan data historis untuk meneliti dinamika hubungan antara informasi asimetri dengan pilihan dividen yang akan di putuskan..

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya yang mengamati sampel penelitian di Thomson Financial Securities Data Company database oleh Deshmukh (2003) di Boston Amerika Serikat. Dalam penelitian ini penulis mengamati objek penelitian di Pasar Bursa Efek Jakarta melalui data yang diambil dari Pojok BEJ Universitas Islam Indonesia. Atas dasar latar belakang diatas maka penulis tertarik untuk meneliti penelitian tersebut dengan judul :“ pengaruh dividen permulaan dengan a symmetric information : metode a hazard model ” (studi empiris perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta ).

## 1.2. Rumusan Masalah

Berangkat dari latar belakang masalah di atas, maka penulis dapat merumuskan permasalahan sebagai berikut :

1. Bagaimanakah pengaruh *Asymmetry Information* terhadap pembayaran dividen permulaan.

2. Bagaimanakah pengaruh kesempatan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen permulaan.
3. Bagaimanakah pengaruh aliran kas perusahaan terhadap pembayaran dividen permulaan.
4. Bagaimanakah pengaruh biaya agen terhadap pembayaran dividen permulaan.

### **1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian**

#### **1.3.1. Tujuan Penelitian**

Penelitian yang akan dilakukan ini bertujuan antara lain :

1. Menguji pengaruh *asymmetry information* (menggunakan *Pecking Order Theory* dan *Signaling Theory*) terhadap pembayaran dividen permulaan perusahaan
2. Menguji pengaruh kesempatan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen permulaan.
3. Menguji pengaruh aliran kas perusahaan terhadap pembayaran dividen permulaan.
4. Menguji pengaruh biaya agen terhadap pembayaran dividen permulaan.

#### **1.3.2. Manfaat Penelitian**

Dengan dilakukan penelitian ini diharapkan memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi investor yang ingin melakukan investasi terhadap saham yang tercatat di Bursa Efek Jakarta, penelitian ini dapat memberikan informasi tentang resiko investasi lewat laporan keuangan yang disajikan oleh perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa serta dapat digunakan sebagai analisa investasi untuk keputusan dimasa yang akan datang.
2. Bagi perusahaan yang baru melakukan penawaran perdana, akan mendapatkan manfaat dari penelitian ini berupa suambangan pikiran, masukan pendapat berupa masukan yang dapat digunakan sebagai bahan perbandingan dalam menentukan kebijakan dimasa mendatang.
3. Bagi pemerintah dan masyarakat yaitu penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pengetahuan dan sebagai landasan sumber informasi yang berarti dalam mempelajari masalah yang sama dengan penelitian ini.

#### **1.4 Sistematika Pembahasan**

Dalam penulisan skripsi ini, akan dibagi menjadi lima bab, yaitu:

Bab I : Pendahuluan

Dalam bab ini diuraikan mengenai latar belakang masalah penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika pembahasan.

Bab II : Kajian Pustaka

Pada bab ini akan dibagi menjadi tiga bagian.

Bagian pertama akan membahas tentang kebijakan dividen serta penjelasan pengertian informasi asimetri yang meliputi teori pecking order dan teori signaling, serta membahas mengenai variabel control dalam mempengaruhi kebijakan dividen yang meliputi biaya agen, aliran arus kas perusahaan dan kesempatan pertumbuhan investasi perusahaan.

Bagian kedua akan membahas tentang kajian penelitian terdahulu.

Sedangkan bagian ketiga berisi tentang formulasi hipotesis yang didasarkan pada teori dan tinjauan penelitian terdahulu.

### Bab III : Metode Penelitian

Menguraikan tentang populasi dan penentuan sampel penelitian, sumber data dan teknik pengumpulan data, identifikasi variabel, perumusan model analisis serta pengujian hipotesis.

### Bab IV : Analisis dan Pembahasan

Bab ini berisi tentang pengujian atas hipotesis yang dibuat dan penyajian hasil dari pengujian tersebut, serta pembahasan tentang hasil analisis yang dikaitkan dengan teori yang berlaku.

### Bab V : Penutup

Membahas tentang kesimpulan yang diperoleh dari hasil analisis pada bab sebelumnya, keterbatasan penelitian serta saran bagi penelitian sejenis berikutnya, dan juga implikasi penelitian terhadap praktek yang ada.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Kebijakan Dividen

Kebijakan pembayaran dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan pada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Penentuan pembagian pendapatan untuk dibagikan sebagai dividen dan ditahan merupakan hal yang bertolak belakang. Pembayaran dividen yang tinggi diharapkan dapat meningkatkan harga saham. Harga saham yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun disisi lain pihak perusahaan juga harus meningkatkan modal sendiri yang berasal dari laba yang ditahan untuk pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu manajemen perlu memutuskan kebijakan dividen secara hati-hati sehingga kedua kepentingan antara investor dan perusahaan dapat terpenuhi secara optimal.

Menurut Chaerul dan Sulistiyorini (2000:370) beberapa penting faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menentukan penerimaan pendapatan saat ini atau penerimaannya di masa datang. Bringham dan Gapenski (1973:372) menjelaskan ada tiga teori kebijakan dividen yaitu : 1) *Dividen Irrelevance*, 2) *Bird In The Hand Theory*, 3) *Tax Differential Theory*. Dividen irrelevance yang dikemukakan oleh Miller dan Franco Modigliani



(MM) menjelaskan bahwa di dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut pendapat MM kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan ataupun untuk biaya modalnya.

Miller dan Modigliani membuktikan pendapatnya secara sistematis dengan berbagai asumsi yaitu : 1) Pasar modal yang sempurna di mana semua investor bersikap rasional, 2) Tidak ada pajak perorangan dan pajak penghasilan perusahaan, 3) Tidak ada biaya emisi atau *floating cost* dan biaya transaksi, 4) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan, 5) Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Hal yang terpenting dalam pendapatnya yaitu bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, maka perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan harga saham baru. Dengan demikian apakah laba yang diperoleh dibagikan sebagai dividen atau laba yang ditahan dalam bentuk laba ditahan tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham.

Menurut Fauzan (2001: 114-138) atas dasar pemikiran Merton Miller dan Franco Modigliani maka timbul beberapa pemikiran baru yang didasarkan pada

asumsi ketidaksempurnaan pasar. Asumsi yang memunculkan teori struktur modal berbasis Informasi asimetri diantaranya: *Pecking order theory* (Myers:1984), *The signaling role of dividends* (Lintner:1962), *The role of dividends in reducing agency problem* (Jensen & Meckling:1976).

Menurut Chaerul dan Sulistiyorini (2000:370) Teori “Burung Di Tangan” (*Bird on The Hand Theory*) yang dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Litner menyatakan bahwa biaya modal naik jika pembayaran dividen dikurangi. Hal ini pemodal lebih yakin akan menerima pembayaran dividen daripada capital gain yang dihasilkan dari earning yang ditahan. Dividen yang diberikan oleh emiten jelas akan diterima oleh pemodal jika emiten memperoleh laba, sehingga disini investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu capital gain.

Teori Perbedaan Pajak (*tax Differential Theory*) menyatakan bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen yield yang lebih tinggi. Sehingga disarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividen payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Dari ketiga pendekatan itu memberikan kesimpulan yang bertentangan, sehingga hal ini tidak dapat ditarik kesimpulan, teori yang mana memberikan definisi yang paling benar. Untuk menganalisis teori mana yang paling mendukung, ada

beberapa teori yang mendukung untuk mengambil keputusan kebijakan mana yang akan diambil. Teori tersebut yaitu *Pecking order theory*, *signaling teori*, *agency teori*.

Dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor dipasar modal. Dividen yang dibayarkan merupakan cerminan dari kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik dimasa datang (dividen mempunyai informasi). Lihner mengemukakan, perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan, karena penurunan dividen akan memberikan sinyal yang buruk bagi perusahaan.

Dalam penelitian Agus hardjito (1996) ada beberapa faktor yang mempengaruhi pola pembayaran dividen dalam praktek yang dapat dipertimbangkan dalam pengambilan kebijakan dividen perusahaan antara lain : 1) kebijakan dividen residual, 2) Dividen konstan atau meningkat, 3) Dividen regular yang rendah ditambah ekstra, 4) Prosedur- prosedur pembayaran, 5) Rencana re-investment atas dividen.

### **2.1.1 *Asymmetry Information***

Dalam lingkungan keuangan perusahaan masalah informasi asimetri merupakan suatu hal yang exist dalam kegiatan manajemen. Sebagian mendebatkan bahwa manajemen seringkali mempunyai informasi yang lebih dalam mengenai perusahaan yang tak bisa didapatkan oleh investor. Perbedaan kemampuan mengakses informasi antara manajemen dan investor, yang disebut *Asymmetry Information* (asimetri informasi). Salah satu metode yang memberikan solusi masalah

informasi asimetri yaitu dengan dividen sinyal yang sering disebut teori signaling. Signaling teori adalah salah satu metode hipotesis untuk informasi asimetri dalam pasar. Perusahaan menggunakan laporan keuangan sebagai sinyal dalam pasar. Metode lain yang digunakan dengan mengandalkan pada teori Pecking Order yang mendasarkan diri pada pemilihan pendanaan menurut resiko. Financial cost dalam *Pecking Order Teori* meliputi transaksi harga sehubungan dengan penerbitan saham baru yang dimiliki oleh pihak manajemen mengenai prospek perusahaan (*asymmetry information*).

#### **2.1.1.1 Pecking Order Theory**

Menurut Asquith dan Mullin (1983) dalam Kartini (2001) adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan oleh adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan dimasa mendatang. Hal ini sesuai dengan bukti empiris pada penelitian sebelumnya mengenai kebijakan pembayaran dividen yang dikemukakan oleh Lintner (1956) maupun Bathacharya (1979:1980) seperti yang dikutip oleh Kao & Wu (1994) dengan model *asymmetry Information* mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen karena dividen dianggap sebagai *transmitter of information* dan memberikan sinyal kinerja perusahaan saat ini dan prospeknya dimasa mendatang.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1994:324) gambaran umum tiga teori berbasis informasi asimetri lebih mendekati fenomena riil. Dua argumen yang mendasari *Pecking Order Theory*. Pertama *Pecking Order Theory* didasarkan pada

urutan sumber pendanaan atau menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Teori tersebut dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984) dan Myers (1984). Teori ini mencoba menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan yang berbeda dengan teori struktur modal. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa :

1. Perusahaan lebih menyukai *internal financing* ( pendanaan dari hasil operasi).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga mengakibatkan bahwa dan hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi meskipun kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi (*capital expenditure*), maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling "aman" terlebih dahulu. Yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Sesuai dengan teori ini, maka tidak ada suatu *target debt equity ratio* karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal

dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

*Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena mereka mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena :1) dana internal tidak cukup, 2) hutang merupakan sumber eksternal yang paling disukai.

Dana internal lebih disukai karena memungkinkan perusahaan untuk tidak perlu membuka diri lagi dari sorotan pemodal luar. Sedangkan dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang dari pada modal sendiri karena dua alasan :1) Biaya emisi obligasi akan lebih murah dari pada biaya emisi saham baru, 2) manajer khawatir jika penerbit saham baru akan ditafsirkan sebagai informasi buruk bagi pemodal, dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain kemungkinan adanya informasi asimetri antara pihak manajemen (pihak dalam) dengan pihak pemodal (pihak luar).

#### **2.1.1.2 Signaling Theory**

Menurut Deshmukh (2003:351-368) suatu interaksi antara kebijakan dividen dan asimetri informasi merupakan area yang dibahas dalam konteks model teori sinyal. Salah satu gambaran dari penelitian ini yang dikemukakan oleh Miller dan Rock (1985), dimana model pengembangan informasi asimetri menyinggung

masalah *current earning* dan level investasi. Dalam model ini, dividen menyampaikan informasi tentang pendapatan tetap dari sumber dan digunakan untuk mengidentifikasi karena pendapatan diasumsikan sebagai sesuatu yang dihubungkan dengan waktu. Disini investor dapat memprediksikan *earning* dimasa mendatang dengan *earning* tetap (sekarang) yang dapat dihubungkan.

Sejak tingkat investasi tidak di teliti, maka perusahaan secara insentif dapat membayar dividen yang tinggi sebagai sinyal kalau *earning*nya tinggi sebagai penurunan investasi. Keseimbangan perusahaan yang membayar dengan tingkat *current earning* yang tinggi, membayar tingkat dividen yang cukup tinggi memisahkan dari perusahaan dengan *earning* yang rendah. Keseimbangan dari model ini juga mengidentifikasi tingkat pembayaran dividen yang tinggi, hal ini menggambarkan *asymmetry information* yang relatif informasinya rendah. Disisi lain, *Theory signaling* menjelaskan prediksi bahwa semakin tinggi tingkat *asymmetry information*, maka *hazard rate* (kemungkinan) dari dividen permulaan tinggi. Sehingga sebagai alternatif, semakin tinggi tingkat informasi asimetri maka waktu yang dibutuhkan perusahaan sampai pembayaran dividen permulaan semakin rendah.

Bukti empiris telah menunjukkan bahwa investor lebih memilih dividen dari pada *Capital gain*. Modigliani & Miller (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen diatas normal merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya menurut *dividen signal theory*, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang

dibawah kenaikan normal maka dianggap investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang.

Menurut Kartini (2001) Ada dua asumsi yang mendasari *dividen signaling theory*. Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividennya. Karena itu, apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen dirasakan oleh investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen adalah beda. Manajemen memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* diantara manajer dan investor. Ross (1977) menyatakan ada empat syarat penting yang perlu diperhatikan dalam optimisasi kebijakan dividen sebagai sinyal yaitu : 1) Manajemen harus selalu mempunyai insentif yang sesuai untuk pengiriman sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, 2) Sinyal dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, 3) Sinyal itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati, 4) Tidak ada cara menekan biaya yang relatif lebih efektif untuk mengirimkan sinyal yang sama.

### **2.1.2 Variabel Control**

Suatu kemungkinan penting dari informasi asimetri dalam menentukan kebijakan dividen yang tidak diatur dalam faktor lain dari efek dividen permulaan. Dalam penelitian ini, penulis mengidentifikasi pengaruh secara umum yang sering



disebut sebagai faktor pengendali dari model lain dalam kebijakan dividen, yang digunakan sebagai perbaikan spesifikasi penelitian ini. Disimpulkan secara umum variabel kontrol digunakan untuk pengujian yang lebih baik dari efek informasi asimetri dalam kebijakan dividen.

#### **2.1.2.1 Biaya Agen dari kepemilikan (*external*)**

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Deshmukh (2003) berpendapat bahwa dividen akan menjalani, dalam mekanisme untuk mengurangi mekanisme biaya agen dari kepemilikan luar (*external equity*). Easterbrook juga mengidentifikasi dua bentuk biaya agen yaitu yang timbul dari monitoring manajer dan dari versi risiko manajerial. Argumennya bahwa permasalahan yang dihubungkan dengan monitor dan risiko akan berkurang jika manajer membuat frekuensi perjalanan untuk *external capital market* untuk menaikan pembiayaan.

Menurut Agus Sartono (2001:107-119) berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan banyak disebabkan karena biaya agen. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Pihak prinsipal dapat membatasi diverensi kepentingan dan memberikan tingkat intensif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan untuk mencegah *Hazard rate*, sehingga tidak mungkin biaya agen sebesar nol.

### **2.1.2.2 Cash Flow**

*Signaling theory* beranggapan sama halnya perusahaan dengan *current earning* yang tinggi diprediksikan akan membayar dividen yang tinggi. Sama halnya dengan *pecking order theory* juga memprediksikan masalah kebutuhan investasi, semakin tinggi aliran kasnya dari aktiva yang ada termasuk kebutuhan yang rendah untuk kelongaran, maka diasumsikan pembayaran semakin dividen tinggi.

### **2.1.2.3 Pertumbuhan atau Kesempatan Investasi**

Besarnya laba yang akan dibagikan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana dari intern dan penahanan laba yang di peroleh perusahaan. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga kebijakan yang diambil perusahaan mungkin akan terpengaruh. Smits dan Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan dividen yang dibuat perusahaan, kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan kompensasi.

## **2.2 Kajian Penelitian Terdahulu**

Bhattachary (1979) and Miller and Rock (1985) dan penelitian yang lain, dalam penelitian Deshmukh (2003) menyatakan bahwa pengembangan model dimana dividen menyampaikan informasi tentang pendapatan perusahaan. Dalam model ini

dividen yang tinggi adalah kumpulan dari tingginya pendapatan yang secara tidak langsung mempunyai hubungan positif terhadap reaksi harga saham dan sinyal dari pengumuman perubahan dividen. Model ini juga memprediksikan bahwa yang menarik dari reaksi pasar akan mempunyai hubungan positif terhadap perubahan dividen.

Dorongan bukti empiris mendorong aliran kas *signaling hipotesis* yang disediakan: Healy and Palepu (1998), Denis and Sarin (1994), Yoon and Stark (1995). Sebaliknya Benartzi, Michely dan Thaler (1997) yang mengemukakan hubungan antara perubahan dividen dengan pilihan *subsequent earning*, argumennya bahwa dalam kenyataannya tidak disediakan dorongan *signaling hipotesis*. Namun demikian kenyataannya akan bereaksi terhadap signaling model yang ada di dalamnya.

Modigliani dan Miller (1961) seperti yang dikutip oleh Brigham (1999) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada kemakmuran pemegang saham, dengan asumsi bahwa investor maupun manajemen memiliki informasi yang sama mengenai berbagai kesempatan investasi, sehingga baik investor maupun manajemen memiliki penilaian yang sama terhadap kebijakan perusahaan dan kebijakan dividen atau kebijakan distribusi pendapatan dimasa yang akan datang. Dalam kenyataannya manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik mengenai prospek perusahaan dibanding investor. Akibatnya investor menilai bahwa capital again lebih beresiko dibanding dividen dalam bentuk konstan.

Menurut Aquilina dan Mullins (1983) dalam Kartini (2001) yaitu bahwa adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan dimasa mendatang. Hal ini sesuai dengan bukti empiris pada penelitian sebelumnya mengenai kebijakan pembayaran dividen yang dikemukakan oleh Linter (1956) maupun Fama mengenai model *Asymmetry Information* mengemukakan bahwa perusahaan membayar dividen sebagai *transmitter of information* dan memberikan sinyal kinerja perusahaan saat ini dan prospek dimasa yang akan mendatang. Bukti yang sama juga dikemukakan oleh Miller & Rock (1982) yang menyatakan bahwa adanya *Asymmetry information* antara investor dan manajemen karena perubahan pembayaran dividen akan berdampak pada reaksi harga saham dipasar (Mars & Merton, 1987) Miller & Rock (1982) juga mengemukakan bahwa dividen yang tidak diantisipasi memberikan *sinyal* perubahan *earning* dan *cash flow*. Perusahaan membayar dividen untuk menyampaikan informasi kepada investor dengan biaya yang lebih murah dan kredibel.

Teori Pecking Order di Indonesia pernah dikaji sebelumnya antara lain oleh Sartono (2000) yang meneliti masalah keinginan perusahaan dalam meningkatkan dana baru, apakah akan cenderung mempertahankan *target capital struktur* atau cenderung menggunakan hirarki pendanaan. Dalam penelitian ini disimpulkan di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan atau *Pecking Order Theory*. Studi lain juga dilakukan oleh Pangeran (2000) yang meneliti pada periode 1991-1996 mengenai pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia, apakah konsisten dengan

filosofi pendanaan *Pecking Order Theory* atau *Balance theory*. Penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia konsisten dengan filosofi *Pecking Order Theory*.

### 2.3. Formulasi Hipotesis

Menurut Deshmukh (2003) yang memuat pemikiran dari Myers dan Majluf yaitu semakin tinggi tingkat asimetri informasi maka semakin tinggi kemungkinan dari kesempatan investasi. MM juga berpendapat bahwa perusahaan juga dapat mengurangi untuk tidak berinvestasi dikarenakan meningkatnya jumlah penyimpanan, dimana mengimplikasikan dividen yang rendah. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat asimetri informasi, mengandung maksud semakin rendah dividen untuk mengendalikan masalah kurangnya investasi. Sama halnya, *the pecking order theory* memprediksikan bahwa tingkat *asymmetry information* yang tinggi, maka *hazard rate* (atau kemungkinan) dari dividen permulaan rendah. Semakin tinggi tingkat informasi asimetri maka semakin tinggi waktu sampai pembayaran dividen permulaan.

Sebagai catatan penting bahwa prediksi yang berlawanan disediakan oleh *signaling theory* dan *pecking order theory* dengan reaksi pada tingkat *asymmetry information* yang didasarkan pada perbedaan antara dua penjelasan yaitu tingkat *asymmetry information* antara perusahaan dengan investor yang diukur dari ukuran besar kecilnya perusahaan. Bhusman berpendapat bahwa jumlah untuk menganalisis dalam perusahaan harus berfungsi positif dengan ukuran perusahaan, dimana semakin tinggi analisis didalamnya maka semakin kecil informasi tidak simetri. Menurut

Deshmukh (2003) berpendapat bahwa atas dasar teori signal semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah dari tingkat risiko dividen permulaan.

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini untuk menguji hubungan dividen permulaan terhadap informasi asimetri. Pengujian konsep ini juga menguji pengaruh hubungan dividen permulaan terhadap variabel kontrol lainnya yaitu biaya agen, pertumbuhan perusahaan, dan arus kas selama periode amatan yaitu tahun 1990 sampai 1997 di Bursa Efek Jakarta. Hubungan signifikan tidaknya atas dasar pengumuman dividen sebagai sinyal bagi investor dan kebijakan dividen atas hirarki pendanaan bagi perusahaan yang akan mengakibatkan harga saham itu naik atau turun atau akan berdampak pada hubungannya positif atau negatif. Atas dasar keterangan di atas, maka hipotesa penelitian ini dapat dinyatakan :

H1 : Informasi asimetri dalam perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate atau kemungkinan pembayaran dividen permulaan

Rozelf dalam hipotesisnya menyatakan bahwa suatu aturan untuk mengawasi (monitoring) untuk dividen memandang pembayaran dividen sebagai alat mengikat yang digunakan untuk mengurangi biaya agen. Disini penulis menggunakan logaritma dari jumlah pemegang saham mewakili biaya agen dari extenal equity. Sehingga semakin besar jumlah pemegang saham maka semakin besar penyebaran dari kepemilikan dan biaya agensi juga meningkatkan penyebaran kepemilikan. Sehingga dari asumsi diatas pengujian hipotesanya :

H2 : Biaya keagenan dari perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

Pendapat Benartzi, Michaely and Thaler (1997) dimana menemukan hubungan positif antar dividen dan pendapatan kontemporer. Disisi lain, tingkat risiko dari dividen permulaan mempunyai hubungan positif terhadap arus kas. Tetapi ketika waktu sampai dividen permulaan diterbitkan mempunyai hubungan negatif terhadap arus kas, sehingga dapat diuji hipotesisnya :

H3 : Aliran arus kas perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan

Argumen dari MM bahwa dividen mempunyai hubungan berbanding terbalik dengan kesempatan investasi atau pertumbuhan perusahaan. Dalam hal ini penulis menggunakan nilai buku asset untuk menghitung nilai dari pertumbuhan perusahaan. Semakin tinggi nilai buku assetnya maka tingkat risiko dari dividen permulaan semakin rendah. Disisi lain waktu sampai menerbitkan dividen permulaan akan menaikkan fungsi nilai dari nilai buku asset. Sehingga dapat disimpulkan uji hipotesisnya :

H4 : Kesempatan pertumbuhan atau investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Populasi dan Penentuan Sampel**

Menurut Emory dan Cooper (1992:242) dalam Agus Hardjito (1996), populasi adalah seluruh kumpulan dari elemen - elemen yang akan dibuat kesimpulan. Sedangkan elemen (unsur) adalah subjek dimana pengukuran akan dilakukan. Besarnya populasi yang akan digunakan dalam suatu penelitian tergantung pada jangkauan kesimpulan yang akan dibuat atau dihasilkan.

Populasi dalam penelitian ini meliputi seluruh saham biasa yang terdaftar dan telah didaftar di Bursa Efek Jakarta mulai tahun 1990 sampai tahun 1997. Seluruh perusahaan telah go publik yang saham - sahamnya telah diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta. Seluruh saham biasa yang menjadi populasi tersebut diatas tidak seluruhnya menjadi bahan penelitian. Perusahaan yang menjadi penelitian adalah perusahaan yang baru go-publik dan baru terdaftar pada periode amatan di Bursa Efek Jakarta. Disamping itu sampel perusahaan diambil juga dari perusahaan yang baru go-publik dan baru membayar dividen permulaan (*initiation dividend*) selama periode amatan yaitu pembayaran dividen pada 10 tahun pertama sampai perusahaan itu membayar dividen pertama kalinya.

Menurut Emory dan Cooper (1991:243) dalam Agus Hardjito (1996) sampel adalah bagian dari seluruh populasi yang diteliti secara hati - hati untuk mewakili



populasi tersebut. Sampel yang baik harus Valid (absah / benar). Validitas dari sampel tergantung dari dua pertimbangan yaitu akurat (*accuracy*) dan tepat untuk menaksir (*precision of estimate*). Sampel yang akurat berarti tidak ada variasi yang sistematis pada sampel tersebut. Variasi yang sistematis merupakan variasi dalam pengukuran yang menyebabkan nilai suatu pengukuran tersebut memberi suatu petunjuk lebih kecil atau lebih besar di suatu pengukuran yang lain.

Proses penentuan sampel didahului dengan menentukan sampel frame dahulu. Sampel frame merupakan suatu daftar yang lengkap dan lengkap dari anggota anggota populasi. Dari sampel frame tersebut kemudian dipilih sampel yang diinginkan. Sampel frame penelitian ini berarti nama - nama saham biasa perusahaan perusahaan yang baru go publik dari berbagai jenis di Bursa Efek Jakarta.

Penentuan Sampel dari penelitian ini menggunakan metode *Purposive Sampling* yaitu proses pengambilan sampel yang bersifat tidak acak dan sampel dipilih berdasarkan pertimbangan-pertimbangan atau kriteria-kriteria tertentu. Dengan adanya kemungkinan terbatasnya data yang diperoleh, kriteria-kriteria yang dipakai dalam penelitian ini adalah 1) populasi berupa saham – saham biasa yang go publik di BEJ kemudian diklasifikasikan untuk dipilih perusahaan yang baru go publik di BEJ. 2) Memilih perusahaan yang baru melakukan penawaran perdana di BEJ dan memilih perusahaan yang baru melakukan pembayaran dividen pertama kali (*initiation dividend*) pada pemegang saham dengan periode amatan tahun 1990 sampai tahun 2000. 3) Memilih perusahaan yang menyajikan laporan keuangan tahunan serta menyediakan data informasi keuangan yang dibutuhkan dalam setiap

variabel. Sehingga dengan proses tersebut dapat ditetapkan berapa sampel yang dapat dijadikan penelitian. Nama perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dapat dilihat dalam lampiran.

### **3.2. Sumber dan Teknik Pengambilan Data.**

Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tersebut meliputi :

1. Nama saham atau nama – nama perusahaan yang dijadikan sampel di Bursa Efek Jakarta.
2. Nama saham atau nama nama perusahaan yang baru go publik pada periode 1990 sampai 1997. Dengan kriteria kapan perusahaan itu melakukan penawaran perdana dan tanggal listing perusahaan di Bursa Efek Jakarta.
3. Nama perusahaan yang baru go publik dan melakukan pembayaran dividen pertama kali atau dividen permulaan pada periode 1990 sampai 2000.
4. Data jumlah pemegang saham setiap perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.
5. Laporan keuangan setiap perusahaan yang dijadikan sampel penelitian yang meliputi laporan aliran kas, neraca.

Data yang diperlukan diatas diperoleh dari Pojok Bursa Efek Jakarta di Universitas Islam Indonesia dan disamping itu data diperoleh dari publikasi ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) serta publikasi lainnya yang relevan dengan penelitian ini.

Teknik pengambilan data yang dilakukan penulis dalam penelitian ini dengan pengutipan langsung dari Pojok Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang ada di Universitas Islam Indonesia. Data yang dikutip tersebut berupa data laporan keuangan setiap perusahaan yang dijadikan sampel serta publikasi saham pertama kali di BEJ serta daftar perusahaan yang melakukan pembayaran dividen permulaan pada pemegang saham.

### 3.3 Identifikasi Variabel

Dalam penelitian ini penulis meneliti masalah hubungan dividen permulaan terhadap informasi asimetri di Bursa Efek Jakarta : dengan pendekatan A Hazard Model. Berdasarkan pokok masalah diatas dan hipotesa yang akan diuji maka variabel yang akan diuji meliputi :

#### 1. Variabel Bergantung (*Dependen Variabel*)

Variabel bergantung pada penelitian ini adalah Dividen permulaan (*Dividend initiation*) yang di identifikasikan sebagai Y.

#### 2. Variabel tidak Bergantung atau Bebas (*Independen Variabel*)

Variabel bebas dalam penelitian ini meliputi :

- 1) *Asymmetry information* yang meliputi teori Pecking Order sebagai variabel penjelas yang di lambangkan sebagai  $X_1$  dan teori signal yang dilambangkan sebagai variabel penjelas  $X_2$ . Asimetri informasi di proksikan dengan ukuran perusahaan (MVESIZE) yang

perhitungannya diperoleh dari logaritma *Market Value Equity* (Nilai Pasar Perusahaan). Koefisien dari *MVESIZE* akan didistinguish (transfer) pada eksplonation *Signaling theory* dan *Pecking Order Theory*.

2. Biaya Agen diproksikan dengan jumlah pemegang saham dari masing masing perusahaan, yang kemudian dijumlahkan. Biaya agen akan diperhitungkan dari Logaritma total jumlah pemegang saham (LOG SHOOL)
3. Aliran Kas akan diproksikan dengan CFTOB untuk tahun yang bersangkutan. Perhitungan dari CFTOB diperoleh dari :

$$CFTOB = \frac{\text{Pendapatan sebelum bunga, depresiasi, pajak (EBDIT)}}{\text{Nilai Buku Aktiva}}$$

Hasilnya akan digunakan sebagai variabel kontrol dari persamaan regresi.

4. Pertumbuhan atau Kesempatan Investasi. Akan diproksikan dengan MTOB yang akan diperhitungkan dari ratio nilai buku pasar dibagi nilai buku aktiva.

Sedangkan nilai buku aktiva diperoleh dari nilai pasar equity (kepemilikan) ditambah dengan total nilai buku hutang. Yang hasil perhitungan akan diperoleh, jika MTOB semakin tinggi maka *hazard rate* dari dividen permulaan semakin rendah.

### 3.4 Perumusan Model Analisis

Penelitian ini membahas mengenai pengaruh dari informasi asimetri dalam menentukan kebijakan dividen. Dalam hal ini juga tidak mengesampingkan tentang potensi penting atau faktor lain dari informasi asimetri yang berperan dalam menentukan kebijakan dividen. Untuk memperbaiki penelitian ini, penulis mengidentifikasi beberapa faktor, dalam hal ini informasi asimetri dan juga hubungan faktor pengendali lain dari model lain di dalam kebijakan dividen. Dari kehadiran masalah informasi asimetri dan pengaruh lain, menyatakan bahwa untuk memperoleh kebijakan dividen yang optimal untuk suatu perusahaan dibutuhkan suatu landasan dari dari beberapa atribut khusus dari perusahaan. Keputusan untuk tidak membayar dividen oleh perusahaan didasarkan atas suatu kenyataan bahwa tingkat dividen optimal perusahaan sebesar nol. Keadaan ini tidak seharusnya diabaikan oleh perusahaan dalam menentukan kebijakan yang diambil.

Dividen permulaan dalam penelitian ini dapat dijelaskan bahwa setiap periode, tingkat dividen optimal yang diberi perusahaan dapat ditentukan dengan atribut tertentu. Perusahaan yang baru go publik dan dapat membayar dividen permulaan jika dividen optimalnya dalam tingkat positif atau keadaan sebaliknya menahan untuk tidak membayar dividen. Sebagai alternatif, dividen permulaan yang dibayar perusahaan dapat dipandang sebagai suatu pergeseran pada tingkat pembayaran dividen yang optimal dari nilai nol ke beberapa nilai yang positif. Kemungkinan bahwa pembayaran dividen permulaan perusahaan akan bergantung pada tingkat optimal dividen dengan asumsi bahwa nilainya positif.

Kemungkinan pembayaran dividen permulaan dihubungkan dengan *hazard rate (probability)*,  $h(t)$ . Penilaian risiko (hazard rate) adalah penilaian dimana suatu peristiwa terjadi pada waktu  $t$  yang diberi terjadi. Dalam konteks hazard rate adalah tingkat dimana perusahaan tidak membayar dividen permulaan atau dividen pertama kali. Keterangan dari hazard rate (atau probability) dihubungkan dengan dividen permulaan sebaliknya juga dihubungkan dengan waktu dimana perusahaan sampai membayar dividen permulaan pada pemegang saham. Oleh sebab itu, semakin tinggi hazard rate, maka semakin rendah waktu yang dibutuhkan sampai pembayaran dividen permulaan, begitu sebaliknya. Hazard rate dihubungkan dengan dividen permulaan dapat di dinyatakan sebagai berikut :

$$h_t = \beta + \beta'X$$

dimana :  $h_t$  = Hazard rate dari perusahaan pada waktu tertentu.

$X$  = garis vektor variabel penjelas.

Garis vektor dari variabel penjelas  $X$ , terdiri dari variabel informasi asimetri dan beberapa variabel pengendali dari model kebijakan dividen. Dalam persamaan tersebut merupakan model dari data historis dari hazard rate dari dividen permulaan yang diberi perusahaan sebagai nilai penjelas didalam variabel  $X$ . Kemiringan slope menggambarkan dampak marginal dari kemungkinan (hazard rate) perusahaan akan membayar dividen permulaan itu.

### 3.5 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis digunakan untuk menguji apakah terdapat hubungan antara dividen permulaan terhadap informasi asimetri dan dapat dikatakan apakah hubungannya positif atau negatif?. Apabila teori pecking order diukur dengan ukuran perusahaan, maka dapat diprediksi bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin tinggi *hazard rate* untuk tidak membayar dividen permulaan dan sebaliknya dalam teori signal semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah *hazard rate*.

Pengujian model ini dengan regresi berganda. Metodologi yang digunakan untuk memprediksi *hazard rate* model menggunakan persamaan metode parametrik dan semi parametrik. Metode yang dibahas termasuk metode *Discreate time model* dan *continous time model* serta *Robustness checks*. Konsep pusat yang digunakan *event historis analisis* ( atau *hazard rate*) sebagai resiko tetap. Resiko tetap yang digunakan untuk penelitian adalah satuan perusahaan yang menghadapi risiko suatu dividen permulaan.

Risiko yang dihadapi terdiri dari perusahaan yang tidak membayar dividen permulaan. Sehingga rentang waktu yang lama jika perusahaan tidak membayar maka perusahaan itu akan dihapus dari sampel, sehingga waktu yang ditetapkan itu akan mengurangi jumlah sample dan akan berkurang dari jumlah semula. Gambaran yang akan ditempuh dalam *event historis data* berbeda dengan data panel tradisional yang telah ditetapkan, sehingga hubungan antara dividen permulaan dengan asimetri information dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$h_t = \beta + \beta'X,$$

dimana :  $h_t$  = Hazard rate dari perusahaan pada waktu tertentu.

$X$  = garis vektor variabel penjelas.

Hazard rate dari analisis dividen permulaan ini, menggunakan metode *parametric dan semiparametrik*. Metode parametrik yang digunakan termasuk didalamnya yaitu *discrete-time dan continuous-time models*.

#### 1. Menghitung Hazard rate dengan metode Discrete-time parametrik.

Metode Discrete time ini merupakan logit dari dividen permulaan. Teknik ini untuk mengestimasi tingkat risiko dari pembayaran dividen permulaan. Discrete time ini fokusnya pada kemungkinan (*probability*) dari dividen permulaan untuk periode yang lebih. Sehingga formulasinya dapat ditulis :

$$\text{Log} \left( \frac{P(t)}{1 - P(t)} \right) = \beta_0 + \beta'X \quad \dots\dots\dots (3.1)$$

Dimana :  $P(t)$  = Hazard rate atau Propability dari perusahaan tidak membayar dividen permulaan sampai perusahaan tersebut membayar dividen permulaan pada tahun tertentu.

Hasil dari  $P(t)$  nilainya adalah positif atau negatif yang nilainya antara 0 dan 1. Koefisien dari variabel penerang ( $X$ ) mengidentifikasikan perubahan pada *log odds* dari dividen permulaan untuk perubahan yang menghubungkan antar variabel. *Hazard rate* dari dividen permulaan diasumsikan sebagai variabel independen karena dalam kebijakan dividen, tidak diprediksikan mengenai hubungan antara dividen permulaan dengan waktu pembayaran.



## 2. Menghitung *Hazard rate* dengan metode *Continuous-time parametrik*.

Beberapa teori kebijakan dividen tidak menyediakan beberapa prediksi mengenai hubungan antara dividen permulaan dengan waktu, yang dipersepsikan bahwa hazard rate dari permulaan akan tidak berbeda dengan waktu. Pengkuadratan distribusi waktu dari waktu sampai pembayaran dividen permulaan mengimplikasikan sebagai *hazard rate* yang tidak bergantung dari waktu. Dengan kata lain merupakan risiko yang konstan. Sehingga model ini dapat dirumuskan :

$$\text{Log}(ht) = \beta_0 + \beta'X_1 \quad \dots\dots\dots (3.2)$$

Model tersebut merupakan regresi penguadratan, karena  $ht$  dapat tidak kurang dari nol. Hazard rate menggambarkan variabel yang bergantung. Koefisien dari model penguadratan ini menggambarkan dampak variabel penjelas dari hazard rate dividen permulaan. Koefisien yang negatif mengimplikasikan tingkat risiko yang rendah dan mencerminkan waktu yang lama sampai pembayaran dividen permulaan.

## 3. Menghitung Hazard rate menggunakan model *semiparametrik continuous-time*.

Metode ini disebut sebagai *A proportional* dari hazard rate dividen permulaan. Secara umum metode ini merupakan peralihan dari metode *continuous-time parametric* dimana dalam *a proporsional* metode risiko memberikan bermacam-macam variabel waktu dan tidak mengharuskan distribusi waktu sampai pembayaran dividen permulaan itu. Model dari *a proporsional hazard rate* dapat diformulasikan :

$$\text{Log}(ht) = \beta_t + \beta'X \quad \dots\dots\dots (3.3)$$

Dimana :  $\beta_t$  = fungsi dari waktu.

Ht = hazard rate dari dividen permulaan.

Untuk menguji hipotesis tersebut langkah – langkah yang digunakan adalah sebagai berikut :

1. Menghitung Mean (  $\bar{x}$  )

$$\bar{x} = \frac{\sum X}{n}$$

dimana :  $\bar{x}$  = rata – rata sampel dari nilai book value asset (BVA)

$\sum$  = Simbol dari operasi penjumlahan.

X = nilai data yang berada dalam sampel yaitu BVA.

n = Jumlah total data untuk pengamatan sampel.

2. Menghitung Median (Md)

$$Md = \frac{n+1}{2}$$

dimana : md = titik tengah dari nilai book value asset.

3. Menghitung Standar Deviasi (  $\sigma$  )

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(X-x)^2}{n-1}}$$

dimana : X = Data sampel BVA

x = rata – rata nilai buku asset

n = jumlah total data yang menjadi sampel.

4. Menghitung Pseudo R<sup>2</sup>

$$R^2 = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum y_i^2}$$

dimana : R = nilainya  $0 \leq R^2 \leq 1$

#### 5. Menghitung probabilitas (P)

$$P = \lim_{n \rightarrow \infty} \frac{m}{n}$$

dimana : P = Probabilitas dari peristiwa yang memiliki frekuensi relatif m/n.

n = percobaan sebuah peristiwa terjadi "m" kali.

#### 6. Pengujian Statistik

Untuk menguji hipotesis yang diajukan tentang pengaruh variabel bebas terhadap variabel bergantung maka digunakan dengan analisis statistik yaitu uji-t. Uji-t digunakan untuk melihat pengaruh variabel independent terhadap variabel dependent secara parsial. Rumus yang dipakai adalah ( Haryono: 2001 ) :

$$t = \frac{\bar{x} - \mu}{s \cdot \bar{x}}$$

dimana :  $\bar{x}$  = rata sampel dari nilai buku aset

$\mu$  = rata - rata populasi

s.x = kesalahan standar sampel dari rata - rata hitung

### 7. Perumusan Hipotesa

Hipotesa ini diuji berdasarkan nilai koefisien  $\beta'$  yang diperoleh dari persamaan (3.1), (3.2) dan (3.3) sehingga dapat dirumuskan suatu hipotesa sebagai berikut:

No.	Hipotesa	$H_0$	$H_1$
1	Informasi asimetri (Log MVESIZE)	$\beta_1 \leq 0$	$\beta_1 > 0$
2	Biaya Agen (Log SHOOL)	$\beta_2 \leq 0$	$\beta_2 > 0$
3	Arus Kas (CFTOB)	$\beta_3 \leq 0$	$\beta_3 > 0$
4	Pertumbuhan Investasi (MTOB)	$\beta_4 \geq 0$	$\beta_4 < 0$

Nilai dari penelitian ( $t_{hitung}$ ) yang didapat, selanjutnya dibandingkan dengan  $t_{tabel}$  sehingga tarik kesimpulan berupa :

1. Kesimpulan untuk menarik persamaan 1, 2, 3 adalah

a.  $H_0$  ditolak bila :

$$t_{hitung} > t_{(\alpha/2, n-2)} \text{ dan P-value} < \alpha \text{ (}\alpha = 0.05\text{)}$$

b.  $H_0$  tidak di tolak bila :

$$t_{hitung} \leq t_{(\alpha/2, n-2)} \text{ dan P-value} > \alpha \text{ (}\alpha = 0.05\text{)}$$

2 Kesimpulan untuk menarik persamaan 1, 2, 3 adalah

a.  $H_0$  ditolak bila :

$$t_{hitung} < t_{(\alpha/2, n-2)} \text{ dan P-value} < \alpha \text{ (}\alpha = 0.05\text{)}$$

b.  $H_0$  tidak di tolak bila :

$$t_{hitung} \geq t_{(\alpha/2, n-2)} \text{ dan P-value} > \alpha \text{ (}\alpha = 0.05\text{)}$$

Hipotesa Penelitian:

1.  $H_0: \beta_1 \leq 0$  Informasi asimetri dalam perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap hazard rate atau kemungkinan dari pembayaran dividen permulaan.

$H_a: \beta_1 > 0$  Informasi asimetri dalam perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate atau kemungkinan dari pembayaran dividen permulaan

Nilai  $t_{hitung}$  yang dihasilkan berdasarkan pada nilai koefisien  $\beta'$  yang diperoleh dari persamaan (3.1), (3.2) dan (3.3) sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan hipotesa dengan syarat kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk menarik kesimpulan hipotesa penelitian diatas adalah jika  $t_{hitung} > t_{(\alpha/2, n-2)}$  dan  $P\text{-value} < \alpha$  ( $\alpha = 0.05$ ) maka  $H_0$  di tolak. Dimana mempunyai makna bahwa informasi asimetri mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate atau kemungkinan dari pembayaran dividen permulaan

2.  $H_0: \beta_2 \leq 0$  Biaya keagenan dari perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

$H_a: \beta_2 > 0$  Biaya agen mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan .

Nilai  $t_{hitung}$  yang dihasilkan berdasarkan pada nilai koefisien  $\beta'$  yang diperoleh dari persamaan (3.1), (3.2) dan (3.3) sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan hipotesa dengan syarat kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk menarik kesimpulan

hipotesa penelitian diatas adalah jika  $t_{hitung} > t_{(\alpha/2, n-2)}$  dan  $P\text{-value} < \alpha$  ( $\alpha = 0.05$ ) maka  $H_0$  di tolak. Dimana mempunyai makna bahwa aliran arus kas mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

3.  $H_0 : \beta_3 \leq 0$  aliran arus kas tidak mempunyai pengaruh terhadap kemungkinan atau hazard rate dari pembayaran dividen permulaan

$H_a : \beta_3 > 0$  Aliran arus kas mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan

Nilai  $t_{hitung}$  yang dihasilkan berdasarkan pada nilai koefisien  $\beta'$  yang diperoleh dari persamaan (3.1), (3.2) dan (3.3) sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan hipotesa dengan syarat kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk menarik kesimpulan hipotesa penelitian diatas adalah jika  $t_{hitung} > t_{(\alpha/2, n-2)}$  dan  $P\text{-value} < \alpha$  ( $\alpha = 0.05$ ) maka  $H_0$  di tolak. Dimana mempunyai makna bahwa biaya agen mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

4.  $H_0 : \beta_4 \geq 0$  Kesempatan pertumbuhan atau investasi perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

$H_a : \beta_4 < 0$  Kesempatan pertumbuhan atau investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

Nilai  $t_{hitung}$  yang dihasilkan berdasarkan pada nilai koefisien  $\beta'$  yang diperoleh dari persamaan (3.1), (3.2) dan (3.3) sehingga dapat ditarik suatu kesimpulan hipotesa

dengan syarat kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan untuk menarik kesimpulan hipotesa penelitian diatas adalah jika  $t_{hitung} < t_{(α/2, n-2)}$  dan  $P\text{-value} < α$  ( $α = 0.05$ ) maka  $H_0$  di tolak. Dimana mempunyai makna bahwa kesempatan pertumbuhan atau investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate dari pembayaran dividen permulaan.

## **BAB IV**

### **ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN**

Dalam bab ini akan disajikan hasil dari analisa data berdasarkan pengamatan sejumlah variabel yang dipakai dalam model regresi berganda dengan metode hazard rate atau probability. Sebagaimana yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, bahwa penelitian ini melibatkan satu variabel dependen dan empat variabel independen, variabel dependen adalah kemungkinan pembayaran dividen permulaan, sedangkan keempat variabel independen adalah yaitu informasi asimetri (MVESIZE), biaya agen (LOG SHOOOL), aliran kas (CFTOB), pertumbuhan atau kesempatan investasi (MTOB).

Populasi dalam penelitian ini saham IPO (initial publik overing) yang telah listing antara tahun 1990 sampai tahun 1997. Perusahaan yang di peroleh berjumlah 234 perusahaan tanpa meninjau sektor dari perusahaan itu. Penentuan sampel dari penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Atas dasar kriteria yang telah ditetapkan pada bab sebelumnya, maka dapat diperoleh jumlah sampel dari penelitian selama periode 1990 sampai 1997 adalah 63 perusahaan. Untuk menganalisis pengaruh dividen permulaan dengan informasi asimetri yang berlaku di Indonesia selama kurun waktu 1990-1997 menggunakan model regresi berganda dengan metode hazard rate dimana pengukurannya menggunakan model Discrete-time parametrik, Continous-time parametrik dan semi-parametrik.



#### 4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakter sampel yang digunakan di dalam penelitian. Untuk mengetahui gambaran mengenai karakteristik sampel yang digunakan secara rinci dapat dilihat pada tabel 4.1, dari statistik deskriptif ini dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel, median dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian.

**Tabel 4.1 Statistik Deskriptif**

Variabel	Jumlah sampel	Rata-rata	Median	Standar deviation
MVASIZE	63	10.8618118	10.8720661	0.651174685
MVESIZE	63	10.38913429	10.60205999	0.936225908
MTOB	63	1.389153299	1.280516192	0.362931395
CFTOB	63	4.723095227	2.406851749	6.990127324
BVA	63	163.930.581.573	54.180.613.843	284.395.850.004.52
NUMSHOOL	63	46553038.54	25000000	68556934.15

Tabel 4.1 menunjukkan *important finding* berdasarkan statistik deskriptif. Pada tahun pengamatan 1990-1997, jumlah observasi dari masing-masing variabel yaitu berjumlah 63 perusahaan. Rata-rata nilai jumlah aktiva seluruh perusahaan (BVA) pada periode pengamatan 1990-1997 sebesar Rp. 163.930.581.573, dengan nilai tengah aktiva seluruh perusahaan sebesar Rp. 54.180.613.843. Rata-rata jumlah pemegang saham selama periode pengamatan yaitu sebesar 64.553.038,54 dengan nilai tengah 25.000.000. Penyimpangan baku jumlah pemegang saham selama periode pengamatan antara tahun 1990-1997 sebesar 68.556.934,15.

Pada tahun pengamatan 1990-1997, rata-rata nilai perhitungan dari ratio nilai buku pasar dibagi nilai buku aktiva (MTOB) seluruh perusahaan sebesar 1.3891,

sedangkan nilai tengah dari MTOB sebesar 1.2805 dimana MTOB mencerminkan dari kesempatan pertumbuhan suatu perusahaan secara keseluruhan. Penyimpangan baku selama periode pengamatan antara tahun 1990-1997 dari keseluruhan perusahaan sebesar sebesar 0.3629.

Pada tahun pengamatan 1990-1997, rata-rata dari ratio pendapatan sebelum bunga, depresiasi, pajak (EBDIT) dengan nilai buku aktiva (CFTOB) dimana mencerminkan dari nilai aliran kas suatu perusahaan secara keseluruhan sebesar 4.7230 dengan nilai tengah sebesar 2.4068 Penyimpangan baku selama periode pengamatan antara tahun 1990-1997 sebesar 6.9901.

## **4.2 Analisis Data dan Pembahasan**

Analisis data dari setiap metode hazard rate dari analisis dividen permulaan ini, menggunakan metode parametrik dan semi-parametrik yang meliputi metode discrete-time dan continuous-time. Data-data dalam penelitian ini diolah dengan menggunakan Spss.10.

### **4.2.1 Hasil Kuantitatif Regresi Linier berganda dengan Metode Discreate-time parametrik.**

Data-data dalam penelitian ini diolah dengan menggunakan SPSS 11.0 for windows. Model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$\text{Log} \left( \frac{P(t)}{1 - P(t)} \right) = \beta_0 + \beta'X$$

Hasil dari  $P(t)$  nilainya adalah positif atau negatif yang nilainya antara 0 dan 1.

$P(t)$	=	Hazard rate dari dividen permulaan yang nilainya antara 1 dan 0, jika perusahaan membayar dividen permulaan pada waktu $(t) = 1$ tahun maka $P(t) = 1$ , dan sebaliknya.
$\beta_0$	=	Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	=	Koefisien regresi variabel MVESIZE, LOGSHOOL, CFTOB, MTOB.
MVESIZE	=	Informasi asimetri
LOGSHOOL	=	Biaya agen
CFTOB	=	Arus kas
MTOB	=	Pertumbuhan investasi

Dari hasil olah data menggunakan spss.10 for windows dengan metode enter diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.2 Hasil Regresi Linier Berganda**

Variabel bebas	Koefisien regresi	Std. Error	t statistik	Sig. t
(Constant)	.994	.740	1.342	.185
MVESIZE (X1)	8.101E-02	.056	1.440	.155
LOGSHOOL (X2)	-.188	.068	-2.765	.008*
CFTOB (X3)	-7.782E-03	.007	-1.053	.297
MTOB (X4)	.272	.150	1.809	.076

\*signifikan pada  $\alpha = 0.05$

**Tabel 4.3 Hasil koefisien Determinasi**

R	R Square	Adjusted Square	R	F test	Sig. F
0.418	0.175	0.118		3.077	0.023

Dari hasil analisa regresi tersebut di atas dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$P(t) = 0.994 + 8.101E-02 \text{ MVESIZE} + -0.188 \text{ LOGSHHOL} \\ + -7.78E-03 \text{ CFTOB} + .272 \text{ MTOB}$$

Berdasarkan persamaan regresi linier beganda tersebut maka dapat diinterpretasikan untuk masing-masing variabel berikut ini :

1. Koefisien  $B_0$  sebesar 0.994 menunjukkan bahwa jika variabel MVESIZE, LOGSHOOL, CFTOB, MTOB tidak ada maka persentase kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan tanpa dipengaruhi oleh faktor lain sebesar 0.994.
2. F test sebesar 3.077 dengan tingkat signifikansi 0.023, oleh karena itu probabilitas (0.023) lebih kecil dari 0.05 maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi persentase kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau bisa dikatakan bahwa informasi asimetri, biaya agen, arus kas, pertumbuhan investasi perusahaan secara bersama-sama dapat berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan.
3. Adjusted R square sebesar 0.175 menunjukkan bahwa variabel independen memberi pengaruh sebesar 17.5 % terhadap variabel dependen, sedangkan 82.5 % menunjukkan adanya pengaruh variabel bebas di luar persamaan model regresi.

## 4. Pengujian Hipotesa :

Tabel 4.4 Hasil Pengujian Hipotesa

No	Hipotesa	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	Koefisien regresi	P-value	Simpulan
1	MVESIZE	$\beta_1 \leq 0$	$\beta_1 > 0$	8.101E-02	.155	Tidak Berpengaruh
2	LOGSHOOL	$\beta_2 \leq 0$	$\beta_2 > 0$	-.188	.008	Berpengaruh negatif
3	CFTOB	$\beta_3 \leq 0$	$\beta_3 > 0$	-7.782E-03	.297	Tidak Berpengaruh
4	MTOB	$\beta_4 \geq 0$	$\beta_4 < 0$	.272	.076	Tidak Berpengaruh

Keterangan :

 $\alpha = 0.05$       N = 63

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.4 tampak bahwa variabel MVESIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 8.101E-02. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa informasi asymetry mempunyai hubungan positif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika variabel informasi asimetri meningkat maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan meningkat juga, dan sebaliknya jika informasi asimetri pengaruhnya negatif maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin lama.

Dalam hipotesis yang telah diajukan pada bab sebelumnya bahwa diperkirakan variabel informasi asimetri mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) membayar dividen permulaan. Pengujian hipotesis tingkat signifikansi diperoleh bahwa variabel MVESIZE memiliki p-value sebesar 0.155, pada tingkat  $\alpha = 0.05$ , karena p-value  $> \alpha$  (0.05), sehingga diambil simpulan hipotesis nol tidak ditolak atau bisa dikatakan bahwa besarnya nilai koefisien MVESIZE tidak

berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau dengan kata lain keputusan untuk membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh variabel informasi asimetri. Hasil analisa penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Deskhmukh (2003) akan tetapi arah hubungannya konsisten yaitu positif. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Litner maupun Fama (1956), Bachattara (1979) dan Miller dan Rock (1985).

Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel biaya agen mempunyai hubungan positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.4 maka dapat dilihat bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai koefisien regresi sebesar -0.188. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai hubungan negatif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan, jika biaya agen turun maka ~~maka~~ kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin lama. Dari tabel 4.4 juga dapat diketahui bahwa variabel LOGSHOOL memiliki p-value sebesar 0.008, pada  $\alpha = 0.05$ . Dengan demikian p-value  $< \alpha$  (0.05), sehingga dapat disimpulkan hipotesa nol tidak ditolak. Ini berarti variabel biaya agen (LOGSHOOL) berpengaruh signifikan negatif terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Deskhmukh (2003) dan Susilowati (1999) yang menyatakan keputusan pembayaran dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh biaya agen. Penelitian ini juga sesuai dengan pendapat Souza (1999) dalam Fauzan (2002) yang menggunakan

proksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara biaya keagenan dengan pembayaran dividen.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.4 tampak bahwa variabel arus kas (CFTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar  $-7.782E-03$ . Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa arus kas mempunyai hubungan negatif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika nilai arus kas menurun maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin lama. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel aliran arus kas mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh dari pengaruh variabel aliran arus kas (CFTOB) dapat dilihat pada tabel 4.4. Variabel CFTOB memiliki p-value 0.297 pada  $\alpha = 0.05$ , sehingga p-value  $> 0.05$ . Berdasarkan analisa tersebut maka dapat disimpulkan hipotesis nol tidak ditolak, yang berarti bahwa variabel aliran arus kas (CFTOB) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Koefisien yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa keputusan untuk membayar dividen permulaan tidak bergantung pada aliran arus kas perusahaan. Hasil analisa ini tidak konsisten dengan penelitian deskhmukh (2003) baik tingkat signifikansinya maupun arahnya.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.4 tampak bahwa variabel pertumbuhan investasi (MTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar 0.272. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa pertumbuhan investasi perusahaan berhubungan positif. Jika nilai pertumbuhan investasi perusahaan meningkat maka kemungkinan

pembayaran dividen permulaan semakin meningkat (cepat). Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh bahwa pengaruh variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) dapat dilihat pada tabel 4.4. Variabel. MTOB memiliki p-value sebesar 0.076. sehingga  $p\text{-value} > \alpha = 0.05$ . Berdasarkan analisis tersebut maka hipotesis nol tidak ditolak yang berarti bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Hasil analisa dalam penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Deskhmukh (2003), Rozef (1982) baik dalam tingkat signifikansinya maupun arahnya. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Fauzan (2002) dan Souzan (1999) yang menyatakan tidak ada hubungan antara pembayaran dividen dengan kesempatan investasi.

## 6. Uji Asumsi Klasik

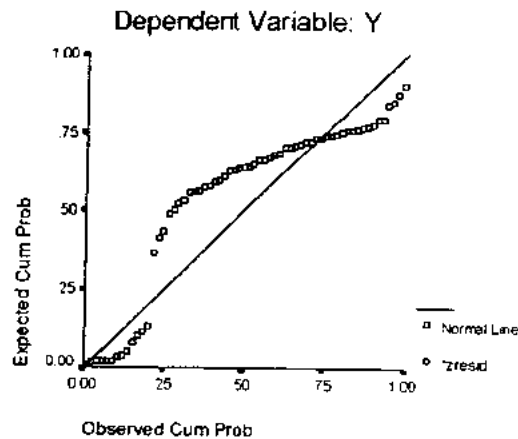
### a. Uji Normalitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, ataupun keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. (Santoso, 2002; 212)



**Grafik 4.1**  
**Grafik Normal P-P plot of regression standardized residual**

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Dari pola grafik 4.1, dapat diambil kesimpulan bahwa model regresi yang digunakan menunjukkan indikasi mendekati normal. Dasar pengambilan keputusan ini didasari oleh pendapat santoso (2002; 214) dalam Mira (2003) yaitu:

- Jika data menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi Normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi tidak memenuhi asumsi Normalitas.

#### b. Uji Multikolinearitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Jika terjadi korelasi maka dinamakan terdapat problem Multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. (Santoso, 2002; 203) dalam Mira (2003).

Jika terdapat korelasi di antara sesama variabel bebas, maka konsekuensinya adalah:

- Koefisien regresi menjadi tidak dapat ditaksir.
- Nilai standard error setiap koefisien regresi menjadi tidak terhingga.

Multikolinearitas terindikasi apabila terdapat hubungan linier diantara variabel bebas yang akan digunakan dalam model. Metode untuk menguji adanya multikolinearitas adalah dengan melihat nilai Tolerance dan VIF (Varince Inflation Factor). Batas Tolerance adalah 0.10 dan VIF adalah 10.

**Tabel 4.5 Multikolinearitas**

Variabel Bebas	Tolerance	VIF
MVSIZE	.803	1.245
LOGSHOOL	.869	1.151
CFTOB	.835	1.197
MTOB	.751	1.332

Dari hasil analisis menunjukkan bahwa sebagian besar variabel tersebut memiliki Tolerance diatas 0.1 dan VIF 10. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada problem Multikolinearitas pada model regresi diatas sehingga model regresi layak dipakai.

#### **4.2.2 Hasil Kuantitatif Regresi Linier berganda dengan Metode Continuous-time parametrik.**

Model regresi ini merupakan model regresi penguadratan, dimana setiap variabel dikuadratkan terlebih dahulu sebelum melakukan persamaan regresi. Besarnya

pangkat setiap variabel tergantung pada jumlah periode waktu sampai perusahaan tersebut membayar dividen pertama kali. Model regresi tersebut dapat dirumuskan :

$$\text{Log}(ht) = \beta_0 + \beta'X_n$$

$h(t)$	=	<b>Hazard rate dari dividen permulaan</b>
$\beta_0$	=	<b>Konstanta</b>
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	=	<b>Koefisien regresi variabel MVE SIZE, LOGSHOOL, CFTOB, MTOB.</b>
<b>MVE SIZE</b>	=	<b>Informasi asimetri</b>
<b>LOGSHOOL</b>	=	<b>Biaya agen</b>
<b>CFTOB</b>	=	<b>Arus kas</b>
<b>MTOB</b>	=	<b>Pertumbuhan investasi</b>

Dari hasil olah data menggunakan spss.10 for windows dengan metode enter diperoleh hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.6 Hasil Regresi Linier Berganda**

Variabel bebas	Koefisien regresi	Std. Error	t statistik	Sig. t
(Constant)	2.120	.171	12.425	0.000
MVE SIZE (X1)	7.548E-02	.048	1.583	0.119
LOGSHOOL (X2)	-0.132	.063	-02.092	0.041*
CFTOB (X3)	-0.223	.102	-2.185	0.033*
MTOB (X4)	-0.291	.719	-0.405	0.687

\*signifikan pada  $\alpha = 0.05$

**Tabel 4.7 Hasil koefisien Determinasi**

R	R Square	Adjusted Square	R	F test	Sig. F
0.488	0.238	0.184		4.449	0.003

Dari hasil analisa regresi tersebut di atas dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$P(t) = 2.120 + 7.548E-02 \text{ MVESIZE} + -0.132 \text{ LOGSHHOL} + -0.223 \text{ CFTOB} + -0.291 \text{ MTOB}$$

Berdasarkan persamaan regresi linier beganda tersebut maka dapat di interpretasikan untuk masing-masing variabel berikut ini :

1. Koefisien  $B_0$  sebesar 2.120 menunjukkan bahwa jika variabel MVESIZE, LOGSHOOL, CFTOB, MTOB tidak ada maka persentase kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan tanpa dipengaruhi oleh faktor lain sebesar 2.120
2. F test sebesar 4.449 dengan tingkat signifikansi 0.003, oleh karena itu probabilitas (0.003) lebih kecil dari 0.05 maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi persentase kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau bisa dikatakan bahwa informasi asimetri, biaya agen, arus kas, pertumbuhan investasi perusahaan secara bersama-sama dapat berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan.
3. Adjusted R square sebesar 0.184 menunjukkan bahwa variabel independen memberi pengaruh sebesar 18.4 % terhadap variabel dependen, sedangkan 81.6 % menunjukkan adanya pengaruh variabel bebas di luar persamaan model regresi.

## 4. Pengujian Hipotesa :

Tabel 4.8 Hasil Pengujian Hipotesa

No	Hipotesa	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	Koefisien regresi	P – Value	Simpulan
1	MVSIZE	$\beta_1 \leq 0$	$\beta_1 > 0$	7.548E-02	0.119	Tidak Berpengaruh
2	LOGSHOOL	$\beta_2 \leq 0$	$\beta_2 > 0$	-0.132	0.041	Berpengaruh negatif
3	CFTOB	$\beta_3 \leq 0$	$\beta_3 > 0$	-0.223	0.033	Berpengaruh negatif
4	MTOB	$\beta_4 \geq 0$	$\beta_4 < 0$	-0.291	0.687	Tidak Berpengaruh

Keterangan :

 $\alpha = 0.05$       N = 62

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.8 tampak bahwa variabel MVSIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 7.548E-02. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa informasi asymetry mempunyai hubungan positif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika nilai variabel informasi asimetri meningkat maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan meningkat juga, dan sebaliknya jika informasi asimetri pengaruhnya negatif maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin lama.

Dalam hipotesis yang telah diajukan pada bab sebelumnya bahwa diperkirakan variabel informasi asimetri mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) membayar dividen permulaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel MVSIZE memiliki p-value sebesar 0.119 pada tingkat  $\alpha = 0.05$ , karena p-value  $> \alpha$  (0.05), sehingga diambil kesimpulan hipotesis nol tidak ditolak atau bisa dikatakan bahwa besarnya nilai koefisien MVSIZE tidak berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau

dengan kata lain keputusan untuk membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh variabel informasi asimetri. Hasil analisa penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Deskmukh (2003) dan Asquith & Mullin (1983) dalam kartini, akan tetapi arah hubungannya konsisten yaitu positif. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Litner maupun Fama (1956), Bachattara (1979) dan Miller dan Rock (1985).

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.8 maka dapat dilihat bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai koefisien regresi sebesar -0.132. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai hubungan negatif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan, jika biaya agen turun maka maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin menurun. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel biaya agen mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Dari tabel 4.8 juga dapat diketahui bahwa variabel LOGSHOOL memiliki p-value sebesar 0.041, pada  $\alpha = 0.05$ . Dengan demikian p-value  $< 0.05$ , sehingga dapat disimpulkan hipotesa nol tidak ditolak. Ini berarti bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) berpengaruh signifikan negatif terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Hal ini membuktikan bahwa hipotesa teruji yaitu hipotesis nol tidak ditolak. Penelitian ini juga sesuai dengan pendapat Souza (1999) dalam fauzan (2002) yang menggunakan proksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara biaya keagenan dengan pembayaran dividen. Akan tetapi berlawanan dengan pendapat

Susilowati (1999) yang menyatakan keputusan pembayaran dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh biaya agen.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.8 tampak bahwa variabel arus kas (CFTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar -0.223. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa arus kas mempunyai hubungan negatif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika nilai arus kas menurun maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin menurun (lama). Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel aliran arus kas mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh dari pengaruh variabel aliran arus kas (CFTOB) dapat dilihat pada tabel 4.8. Variabel CFTOB memiliki p-value 0.033 pada  $\alpha = 0.05$ , sehingga p-value < 0.05. Berdasarkan analisa tersebut maka dapat disimpulkan hipotesis nol tidak ditolak, yang berarti bahwa variabel aliran arus kas (CFTOB) mempunyai pengaruh signifikan negatif terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Koefisien regresi yang negatif ini menunjukkan bahwa variabel aliran arus kas (CFTOB) dengan keputusan perusahaan membayar dividen permulaan memiliki hubungan yang berlawanan (negatif). Sehingga keputusan perusahaan untuk membayar dividen permulaan tidak bergantung pada aliran kas perusahaan. Hasil analisa ini tidak konsisten dengan penelitian deskhmukh (2003) baik tingkat signifikansinya maupun arahnya.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.8 tampak bahwa variabel pertumbuhan investasi (MTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar -0.291. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa pertumbuhan investasi perusahaan berhubungan negatif. Jika nilai pertumbuhan investasi perusahaan menurun maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin menurun. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh bahwa pengaruh variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) dapat dilihat pada tabel 4.8. Variabel MTOB memiliki p-value sebesar 0.687. sehingga  $p\text{-value} > \alpha = 0.05$ . Berdasarkan analisis tersebut maka hipotesis nol tidak ditolak yang berarti bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Hasil analisa dalam penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Deskhmukh (2003), Rozef (1982) baik dalam tingkat signifikansinya maupun arahnya. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Fauzan (2002) dan Souzan (1999) yang menyatakan tidak ada hubungan antara pembayaran dividen dengan kesempatan investasi.

#### 5. Uji asumsi Klasik

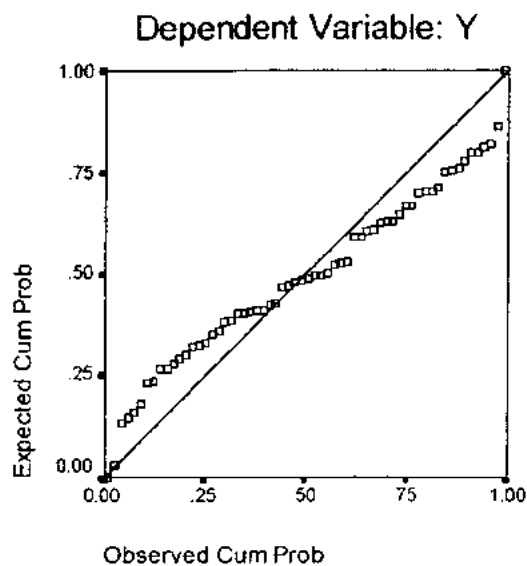
##### a. Uji Normalitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, ataupun keduanya mempunyai distribusi normal



ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal ( Santoso, 2002; 212) dalam Mira (2003).

**Grafik 4.2**  
**Grafik Normal P-P plot of regression standardized residual**  
 Norm.P-P Plot of Regress. Standardized Resid



Dari pola grafik 4.2, dapat diambil kesimpulan bahwa model regresi yang digunakan menunjukkan indikasi mendekati normal. Dasar pengambilan keputusan ini didasari oleh pendapat santoso (2002; 214) dalam Mira (2003) yaitu:

- Jika data menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi Normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi tidak memenuhi asumsi Normalitas.

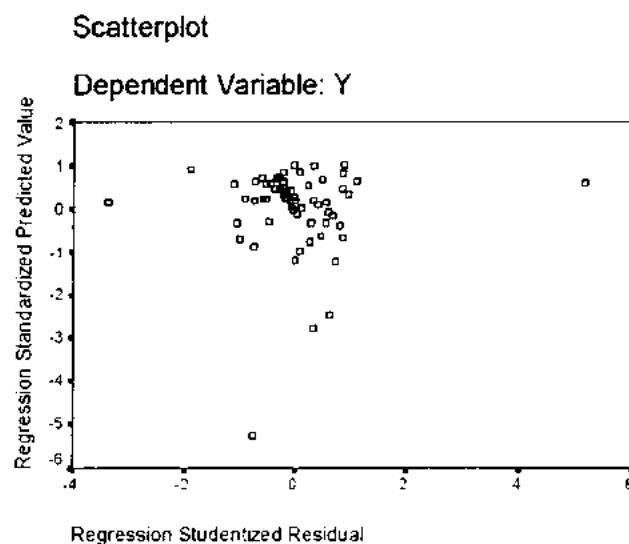
#### b. Uji Heteroskedastisitas

Untuk menguji gejala heteroskedastisitas, penulis menggunakan uji metode grafik, yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu yang tergambar pada

scatterplot, dasar pengambilan keputusan dengan menggunakan metode grafik ini adalah (santoso, 2002; 210) dalam Mira (2003) :

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

**Grafik 4.3**  
**Grafik Scartterplot**



Berdasarkan grafik 4.1, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tetapi ada indikasi untuk membentuk sebuah pola tertentu, serta titik-titik tersebar baik diatas maupun dibawah angka nol pada sumbu Y akan tetapi kebanyakan menyebar diatas sumbu Y, hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai.

### 4.2.3 Hasil Kuantitatif Regresi Linier berganda dengan Metode Semi-parametrik

Secara umum metode ini merupakan peralihan dari metode continuous-time parametric dimana dalam perhitungan analisis regresi  $\beta_0$  diabaikan model regresi tersebut dapat dirumuskan :

$$\text{Log}(ht) = \beta t + \beta'X'$$

$h(t)$	=	Hazard rate dari dividen permulaan
$\beta t$	=	Konstanta diasumsikan sebesar 0
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	=	Koefisien regresi variabel MVESIZE, LOGSHOOL, CFTOB, MTOB.
MVESIZE	=	Informasi asimetri
LOGSHOOL	=	Biaya agen
CFTOB	=	Arus kas
MTOB	=	Pertumbuhan investasi

Dari hasil olah data menggunakan spss.10 for windows dengan metode enter diperoleh hasil sebagai berikut

**Tabel 4.9 Hasil Regresi Linier Berganda**

Variabel Bebas	Koefisien regresi	Std. Error	t statistik	Sig. t
MVESIZE (X1)	.202	.084	2.405	.019
LOGSHOOL (X2)	-1.52	.118	-1.283	.205
CFTOB (X3)	.317	.117	1.121	.267
MTOB (X4)	.898	.091	.651	.518

\*signifikan pada  $\alpha = 0.05$

**Tabel 4.10 Hasil koefisien Determinasi**

<b>R</b>	<b>R Square</b>	<b>Adjusted R Square</b>	<b>F test</b>	<b>Sig. F</b>
0.867	0.752	.734	43.173	0.000

Dari hasil analisa regresi tersebut di atas dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$P(t) = .202 \text{ MVE SIZE} + -.152 \text{ LOGSHHOL} + .317 \text{ CFTOB} + 0.898 \text{ MTOB}$$

Berdasarkan persamaan regresi linier beganda tersebut maka dapat di interpretasikan untuk masing-masing variabel berikut ini :

1. F test sebesar 43.173 dengan tingkat signifikansi 0.000, oleh karena itu probabilitas (0.000) lebih kecil dari 0.05 maka model regresi dapat dipakai untuk memprediksi persentase kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau bisa dikatakan bahwa informasi asimetri, biaya agen, arus kas, pertumbuhan investasi perusahaan secara bersama-sama dapat berpengaruh terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan.
2. Adjusted R square sebesar 0.734 menunjukkan bahwa variabel independen memberi pengaruh sebesar 73.4 % terhadap variabel dependen, sedangkan 26.6 % menunjukkan adanya pengaruh variabel bebas di luar persamaan model regresi.

## 3. Pengujian Hipotesa :

**Tabel 4.11 Hasil Pengujian Hipotesa**

No	Hipotesa	H <sub>0</sub>	H <sub>1</sub>	Koefisien regresi	P – Value	Simpulan
1	MVSIZE	$\beta_1 \leq 0$	$\beta_1 > 0$	.202	0.019	Berpengaruh positif
2	LOGSHOOL	$\beta_2 \leq 0$	$\beta_2 > 0$	-1.52	0.205	Tidak Berpengaruh
3	CFTOB	$\beta_3 \leq 0$	$\beta_3 > 0$	.317	0.267	Tidak Berpengaruh
4	MTOB	$\beta_4 \geq 0$	$\beta_4 < 0$	.898	0.651	Tidak Berpengaruh

Keterangan :

 $\alpha = 0.05$        $N = 61$ 

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.11 tampak bahwa variabel MVSIZE mempunyai koefisien regresi sebesar 0.202. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa informasi asymetry mempunyai hubungan positif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika variabel informasi asimetri meningkat maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan meningkat juga, dan sebaliknya jika informasi asimetri pengaruhnya negatif maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin lama.

Dalam hipotesis yang telah diajukan pada bab sebelumnya bahwa diperkirakan variabel informasi asimetri mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) pembayar dividen permulaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel MVSIZE memiliki p-value sebesar 0.019 pada tingkat  $\alpha = 0.05$ , karena p-value <  $\alpha$  (0.05), sehingga diambil kesimpulan hipotesis nol ditolak atau bisa dikatakan bahwa besarnya nilai koefisien MVSIZE berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Atau dengan kata

lain keputusan untuk membayar dividen permulaan dipengaruhi oleh variabel informasi asimetri. Koefisien yang positif dari ukuran perusahaan mengindikasikan ukuran perusahaan yang besar, yang menunjukkan bahwa semakin kecil informasi asimetri, maka ada kemungkinan perusahaan mengambil keputusan untuk membayar dividen permulaan. Ukuran koefisien yang positif sesuai (konsisten) dengan teori pecking order tetapi tidak sesuai (konsisten) dengan teori signaling. Hasil analisa ini sesuai dengan penelitian Deshmukh (2003) baik arah dan tingkat signifikansinya.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.11 maka dapat dilihat bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai koefisien regresi sebesar -1.52. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) mempunyai hubungan negatif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan, jika biaya agen turun maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin menurun. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel biaya agen mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Dari tabel 4.11 juga dapat diketahui bahwa variabel LOGSHOOL memiliki p-value sebesar 0.205, pada  $\alpha = 0.05$ . Dengan demikian p-value  $> 0.05$ , sehingga dapat disimpulkan hipotesa nol tidak ditolak. Ini berarti bahwa variabel biaya agen (LOGSHOOL) tidak berpengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Penelitian ini sesuai dengan pendapat Susilowati (1999) yang menyatakan keputusan pembayaran dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh biaya agen. Akan tetapi tidak konsisten dengan penelitian Souza (1999) dalam Fauzan (2002) yang menggunakan proksi biaya

keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif baik signifikansinya maupun arahnya antara biaya keagenan dengan pembayaran dividen namun demikian penelitian ini konsisten dengan arah hubungannya yaitu negatif.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.11 tampak bahwa variabel arus kas (CFTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar 0.317. Hal ini dapat diinterpretasikan bahwa arus kas mempunyai hubungan positif terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan. Jika nilai arus kas meningkat maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin meningkat. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel aliran arus kas mempunyai pengaruh positif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh dari pengaruh variabel aliran arus kas (CFTOB) dapat dilihat pada tabel 4.11. Variabel CFTOB memiliki p-value 0.267 pada  $\alpha = 0.05$ , sehingga  $p\text{-value} > 0.05$ . Berdasarkan analisa tersebut maka dapat disimpulkan hipotesis nol tidak ditolak, yang memiliki makna variabel aliran arus kas (CFTOB) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Koefisien yang tidak signifikan mengindikasikan bahwa keputusan untuk membayar dividen permulaan tidak bergantung pada aliran arus kas perusahaan. Hasil analisa ini tidak konsisten dengan penelitian Deshmukh (2003) baik tingkat signifikansinya maupun arahnya.

Berdasarkan hasil yang disajikan dalam tabel 4.11 tampak bahwa variabel pertumbuhan investasi (MTOB) mempunyai koefisien regresi sebesar 0.898. Hal ini

dapat diinterpretasikan bahwa pertumbuhan investasi perusahaan berhubungan positif. Jika nilai pertumbuhan investasi perusahaan meningkat maka kemungkinan pembayaran dividen permulaan semakin meningkat. Dalam hipotesa yang diajukan pada bab sebelumnya bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap hazard rate (kemungkinan) perusahaan membayar dividen permulaan. Setelah dilakukan analisa dengan model regresi, hasil yang diperoleh bahwa pengaruh variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) dapat dilihat pada tabel 4.11. Variabel MTOB memiliki p-value sebesar 0.518. sehingga  $p\text{-value} > \alpha = 0.05$ . Berdasarkan analisis tersebut maka hipotesis nol tidak ditolak yang berarti bahwa variabel kesempatan (pertumbuhan) investasi perusahaan (MTOB) tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen permulaan. Hasil analisa dalam penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Deskhmukh (2003), Rozef (1982) baik dalam tingkat signifikansinya maupun arahnya. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Fauzan (2002) dan Souzan (1999) yang menyatakan tidak ada hubungan antara pembayaran dividen dengan kesempatan investasi.

#### 4. Uji Asumsi Klasik

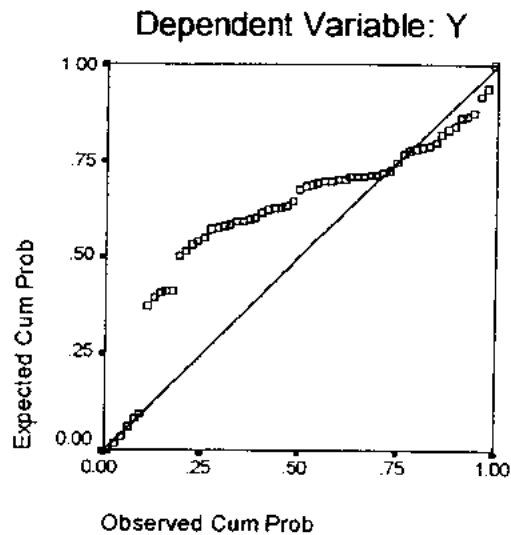
##### a. Uji Normalitas

Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, variabel dependen, variabel independen, ataupun keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah distribusi data normal atau mendekati normal. (Santoso, 2002: 212) dalam Mira (2003).



**Grafik 4.4**  
**Grafik Normal P-P plot of regression standardized residual**

Norm.P-P Plot of Regress. Standardized Resid.



Dari pola grafik 4.2, dapat diambil kesimpulan bahwa model regresi yang digunakan menunjukkan indikasi mendekati normal. Dasar pengambilan keputusan ini didasari oleh pendapat Santoso (2002; 214) dalam Mira (2003) yaitu:

- Jika data menyebar disekitar garis normal dan mengikuti arah diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi Normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal. Maka model regresi tidak memenuhi asumsi Normalitas.

#### b. Uji Heteroskedastisitas

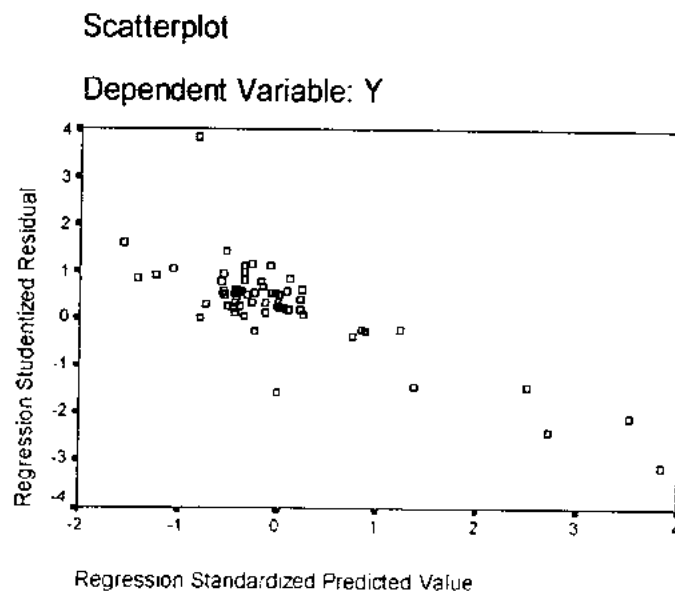
Uji ini digunakan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi, terjadi ketidaksamaan varians dan residual dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dan residual dari satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Dan jika varians berbeda, disebut heteroskedastisitas.

Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heteroskedastisitas. (Santoso, 2002; 208) dalam Mira (2003).

Untuk menguji gejala heteroskedastisitas, penulis menggunakan uji metode grafik, yaitu dengan melihat ada tidaknya pola tertentu yang tergambar pada scatterplot, dasar pengambilan keputusan dengan menggunakan metode grafik ini adalah (santoso, 2002; 210) dalam Mira (2003) :

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (begelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi heteroskedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka nol pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

**Grafik 4.5**  
**Grafik Scartterplot**



Berdasarkan grafik 4.1, terlihat titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu dengan jelas, serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka nol pada sumbu Y, hal ini berarti tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model regresi layak dipakai.

Dari analisa yang telah dilakukan secara keseluruhan baik metode discrete-time, continuous-time, maupun semi-parametrik dapat diketahui bahwa dari 4 variabel, ternyata hanya satu variabel yang berpengaruh positif yang signifikan terhadap kemungkinan pembayaran dividen permulaan yaitu MVESIZE. (informasi asimetri). Yang menyebabkan tidak adanya pengaruh dan pengaruh negatif terhadap keputusan kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan dari 3 variabel yang lain adalah kemungkinan adanya variabel bebas diluar variabel yang diteliti, yang mempunyai pengaruh kuat terhadap kemungkinan membayar dividen permulaan pada seluruh perusahaan yang go publik pada tahun 1990-1997. Selain itu bisa disebabkan karena ada variabel dummy yang berpengaruh pada periode pengamatan misalnya keadaan ekonomi yang terjadi pada tahun 1990 sampai 1997 dibandingkan dengan keadaan ekonomi di Amerika yang jauh ketinggalan atau dengan kata lain perkembangan pasar modal di Indonesia pada periode pengamatan tidak semaju di Amerika.

Faktor lain karena dalam penelitian ini penulis tidak memandang sektor pasar saham yang di perdagangkan dalam penelitian sedangkan dalam penelitian sebelumnya penelitian dilakukan hanya pada sektor tertentu (keuangan dan manufaktur), keadaan politik, dan bencana-bencana alam yang terjadi di Indonesia

atau karena faktor internal dari perusahaan selain variabel yang dipakai lebih kuat. Kemungkinan lain yang menyebabkan variabel tidak berpengaruh karena variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian mengacu pada penelitian yang dilakukan di Amerika, sehingga kondisinya tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia.

## BAB V

### KESIMPULAN

Penelitian tentang hubungan dividen permulaan dengan informasi asimetri pada saham yang berlaku di Bursa Efek Jakarta ini menggunakan data yang berbasis pada laporan keuangan atau biasa disebut dengan analisis fundamental *proxy* yang digunakan dari masing-masing variabel yang dipilih menggunakan data laporan keuangan tahunan.

Dari hasil analisis variabel-variabel independent yang mempengaruhi Dividen permulaan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa efek Jakarta periode tahun 1990 sampai dengan 1997, maka dapat ditarik kesimpulan dan saran sebagai berikut:

#### 5.1 Kesimpulan

Dari analisa yang telah dilakukan, secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa :

1. Kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi secara signifikan oleh informasi asimetri akan tetapi arah hubungannya konsisten yaitu bersifat positif.

2. Kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan dipengaruhi oleh variabel biaya agen baik signifikannya maupun arah hubungannya yang bersifat negatif.
3. Kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh variabel aliran arus kas akan tetapi arah hubungan keduanya bersifat negatif.
4. Kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh variabel kesempatan pertumbuhan atau investasi perusahaan akan tetapi arah hubungan keduanya bersifat positif.
5. Dari pengujian asumsi klasik yang dilakukan menunjukkan bahwa tidak ada heterokedastisitas, normalitas, autokorelasi. Sehingga model regresi dapat dipakai untuk menganalisa variabel-variabel tersebut.

## **5.2 Keterbatasan Penelitian dan Rekomendasi Penelitian Berikutnya**

Adapun keterbatasan-keterbatasan dan saran yang dapat diajukan penulis dari penelitian yang telah dilakukan antara lain sebagai berikut :

1. Dalam menyusun skripsi ini penulis menghadapi kendala yaitu terbatasnya sampel, karena perusahaan yang menyediakan informasi mengenai variabel-variabel yang diteliti untuk periode pengamatan 1990 sampai dengan 1997 sedikit jumlahnya dilihat dari banyaknya jumlah perusahaan manufaktur yang telah go public di Bursa Efek Jakarta. Maka dari itu penulis mencoba memberi saran bagi

penelitian-penelitian berikutnya untuk memperhitungkan faktor-faktor yang akan diteliti, atau mengganti periode pengamatan.

2. Beberapa variabel yang tidak terbukti pada penelitian ini sebaiknya pada penelitian yang akan datang digunakan *proxy* yang lain dari variabel tersebut sehingga diharapkan bias mencerminkan variabel yang digunakan. Misalkan Ukuran perusahaan juga dapat diukur dengan menggunakan *proxy* lain dan
3. Hasil penelitian ini sekiranya dapat dijadikan sebagai acuan bagi peneliti lain untuk mengembangkan maupun mengoreksi dan melakukan perbaikan seperlunya.

### **5.3 Implikasi Penelitian**

Hasil dari penelitian ini mengungkapkan bahwa dengan demikian para pelaku pasar modal sudah seharusnya memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan untuk membayar dividen permulaan tersebut. Para pelaku pasar modal harus melihat apakah faktor tersebut berpengaruh positif atau negatif dalam keputusan untuk membayar dividen permulaan dan bagaimana mengimplikasinya dalam pasar.

Hasil ini sebagian besar tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Deshmukh (2003) di Boston (Amerika Serikat), bahwa dalam penelitian yang mereka lakukan, hasil yang diperoleh sesuai dengan yang diharapkan kecuali dengan biaya keagenan. Dalam penelitian ini yang konsisten dengan penelitian Deshmukh (2003) adalah hanya informasi asimetri yang berpengaruh terhadap hazard rate atau

kemungkinan pembayaran dividen permulaan dengan metode semi-parametrik sedangkan metode yang lainnya hanya konsisten pada arah hubungannya yang positif. Bahwa dalam pasar modal Indonesia kemungkinan atau hazard rate perusahaan untuk membayar dividen permulaan dipengaruhi oleh variabel biaya agen dan arus kas perusahaan baik signifikannya maupun arah hubungannya yang bersifat negatif. Sedangkan membayar dividen permulaan tidak dipengaruhi oleh variabel pertumbuhan investasi perusahaan akan tetapi arah hubungannya yang bersifat positif.

Hasil penelitian ini memberikan beberapa kontribusi yang potensial terutama sebagai referensi bagi para pelaku pasar modal khususnya investor dalam menentukan strategi investasi yang akan digunakan jika ingin berinvestasi di BEJ melalui informasi keuangan yang disajikan perusahaan. Selain itu dengan adanya hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan referensi bagi perusahaan yang baru melakukan penerbitan saham pertama kali dalam Bursa Efek Jakarta untuk menentukan kebijakan dividen yang akan ditempuh bagi masa sekarang dan masa yang akan datang.