

**HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR  
DAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN  
KEBIJAKAN DIVIDEN**



**SKRIPSI**

*Disusun Oleh:*

**AYU FAYE EMINENTIA**

**00312047**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2005**

**HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR  
DAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN  
KEBIJAKAN DIVIDEN**

**SKRIPSI**

disusun dan diajukan untuk memenuhi salah satu syarat untuk  
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi  
pada Fakultas Ekonomi UII

*Disusun Oleh:*

**AYU FAYE EMINENTIA**

**00312047**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA**

**2005**

## **PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

“ Dengan ini saya menyatakan bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat karya yang pernah diajukan untuk memperoleh gelar kesarjanaan diperguruan tinggi, dan sepanjang pengetahuan saya juga tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis dan diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis diacu dalam naskah ini dan disebutkan dalam referensi. Dan apabila dikemudian hari terbukti bahwa pernyataan ini tidak benar maka saya sanggup menerima hukuman/sangsi apapun sesuai peraturan yang berlaku.

Yogyakarta, Desember 2004

Penyusun,

(Ayu Faye Eminentia)

**HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR DAN  
KESEMPATAN INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN  
(STUDI KASUS DI BEJ)**

Hasil Penelitian

diajukan oleh:

Nama : Ayu Faye Eminentia

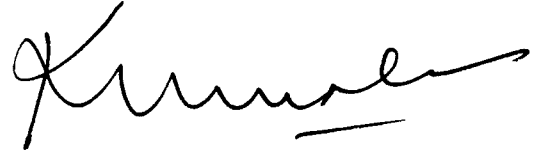
Nomor Mahasiswa : 00312047

Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing

Pada tanggal.....

Dosen Pembimbing,



(Dr. H. Kumala Hadi, M.Si, Akt.)

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

**HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR DAN KESEMPATAN  
INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN**

**Disusun Oleh: AYU FAYE EMINENTIA  
Nomor mahasiswa: 00312047**

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 11 Januari 2005

Penguji/Pembimbing Skripsi : Dr. Kumala Hadi, M.Si, Ak

Penguji : Dr. M. Akhyar Adnan, MBA, Ak



Mengetahui  
Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia

Drs. Suwarsono, MA

## HALAMAN MOTTO

*Bersabarlah kamu dan kuatkanlah kesabaranmu dan tetaplah bersikap siaga dan bertaqwa kepada Allah SWT supaya kamu beruntung (sukses).*

*(Q.S Ali Imron: 200)*

~

*Kemenangan ini diperoleh dengan kebajikan, kebajikan itu diperoleh dengan berpikir (positif) secara mendasar dan benar, pikiran yang benar adalah dengan menyimpan baik-baik rahasia.*

*(Sayidin Ali r.a)*

~

*Suatu cinta yang tegak laksana cahaya mercusuar biru dan menunjukkan jalan, yang membimbing tanpa sinar yang tampak.*

*(Kahlil Gibran)*

~

## HALAMAN PERSEMBAHAN

*Sembah sujudku pada Allah SWT.*

*... 'tuk yang tersayang:*

*~ Mama dan Papa (Alm.).*

*~ Bapa dan Ema'.*

*~ Omku.*

*~ Adekku, Aya dan Amanda.*

*~ Masku Samana.*

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadiran Allah SWT atas ridho-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penelitian dan penyusunan skripsi dengan judul **“Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen”**.

Penulisan skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian persyaratan guna memperoleh derajat Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih dan penghargaan kepada:

1. Bapak Drs. Suwarsono Muhammad, MA., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
2. Ibu Dra. Erna Hidayah, M.Si., Ak., Ketua Program Studi Akuntansi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
3. Bapak Drs. Kumala Hadi, M.Si., Ak., sebagai pembimbing yang telah membimbing dan memberikan ilmu yang sangat penting dalam penyusunan skripsi ini.
4. Bapak Drs. Januar Eko P, M.Si, Ak., yang telah meluangkan waktu dalam membimbing dan memberikan ilmu yang sangat penting dalam penyusunan skripsi ini.



5. Kedua orang tuaku : Papa (Alm.) atas semangat, kerja keras dan pengalaman yang setiap detiknya sangat berharga buat penulis dan Mama, akan do'a, dorongan moral dan materiil yang tiada hentinya untuk penulis, kalian amat sangat berarti dalam hidupku tanpa kalian penulis tidak akan bisa seperti sekarang ini... *I Love U Mom, I Love U Dad...*
6. Bapa dan ema' yang selama ini menyertai penulis dengan do'a dan nasehatnya.
7. Omku atas do'a, dorongan moral, dan dukungannya kepada penulis, terima kasih.
8. Dua adek-adekku tersayang Aya dan Amanda, atas do'a dan dukungannya, jaga terus kekompakan kalian.
9. Masku Samana yang telah memberikan semangat dan bimbingannya dengan segala kesabaran dan pengertian menghadapi sikap penulis. 'Dimanakah waktu kan berkata mewujudkan semua keinginan yang ada'. Trim's untuk kesungguhan dan ketulusanmu.
10. Piko atas persahabatan selama ini dengan keceriaan dan inspirasinya. See you in the future...
11. Fidiya, Ike, Hesty, Restu, Een, ...makasih atas jalan-jalan, main, dan persahabatan kita, Good luck.
12. Yuni (*thank's* atas desakan dan dorongannya selama ini), Made, Karina (miss pink), Yuyun, Nungky, Bahrn, Huda.
13. Temen-temen KKN SL-47: Eko, David, Rany, Dwi, Endix, Neni, Sapto, Arif, Muhtadi, Leny, Puger (kapan kumpul-kumpulnya lagi?!).

14. Wek-wek (Herry), Topo, Cucop, Ade, ... Keep on Family please... ?!!
15. Dan untuk semua teman-teman yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu, bukanlah suatu ketidakinginan karena diri-dirimu terukir dihatiku.

Semoga semua amal kebaikan yang telah diberikan akan mendapatkan balasan dari Allah SWT.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih banyak terdapat kekurangan, oleh karena itu dengan kerendahan hati penulis mengharapkan saran dan kritik yang membangun.

Akhir kata penulis berharap semoga skripsi ini dapat berguna bagi pihak yang memerlukan.

Yogyakarta, Desember 2004

Penulis

## DAFTAR ISI

Halaman Judul.....	i
Halaman Besas Plagiarisme .....	ii
Halaman Pengesahan .....	iii
Halaman Berita Acara.....	iv
Halaman Motto .....	v
Halaman Persembahan.....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Isi .....	x
Daftar Tabel .....	xiii
Daftar Lampiran .....	xiv
Abstrak.....	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	4
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian .....	5
1.4 Sistematika Pembahasan.....	5
BAB II KAJIAN PUSTAKA.....	7
2.1 Landasan Teori.....	7
2.1.1 Kebijakan Dividen .....	7
2.1.2 Teori Keagenan.....	10

2.1.3	Resiko Perusahaan .....	12
2.1.4	Kesempatan Investasi.....	15
2.2	Kajian Ulang Penelitian Terdahulu.....	15
2.3	Hipotesis.....	18
BAB III	METODE PENELITIAN .....	21
3.1	Pengumpulan Data .....	21
3.2	Pemilihan Sampel .....	21
3.3	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel.....	24
3.3.1	Variabel Dependen.....	24
3.3.2	Variabel Independen .....	24
3.4	Model Analisis dan Pengujian Hipotesis .....	25
3.5	Uji Asumsi Klasik.....	26
BAB IV	ANALISIS DAN PEMBAHASAN.....	29
4.1	Statistik Deskriptif .....	29
4.2	Uji Asumsi Klasik.....	29
4.2.1	Multikolinearitas .....	30
4.2.2	Autokorelasi .....	32
4.2.3	Heteroskedastisitas.....	32
4.3	Hasil Pengujian Hipotesis .....	34
4.3.1	Biaya Keagenan .....	35
4.3.2	Resiko Pasar.....	36
4.3.3	Kesempatan Investasi.....	37
4.4	Diskusi Hasil Penelitian Hipotesis.....	38

4.4.1	Biaya Keagenan .....	38
4.4.2	Resiko Pasar .....	39
4.4.3	Kesempatan Investasi.....	40
4.5	Pengujian Secara Simultan.....	43
BAB V	PENUTUP.....	45
5.1	Kesimpulan .....	45
5.2	Saran dan Implikasi.....	46
5.3	Keterbatasan Penelitian.....	47
	DAFTAR PUSTAKA .....	49
	LAMPIRAN.....	51

## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1 Daftar Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri.....	23
Tabel 3.2 Gejala Autokorelasi .....	27
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif.....	30
Tabel 4.2 Nilai TOL dan VIF antara variabel dependen.....	31
Tabel 4.3 Hasil Analisa Regresi.....	34

## LAMPIRAN

Lampiran1 Data Perusahaan .....	51
Lampiran2 Hasil Analisa Regresi .....	59

## ABSTRAK

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang dengan memaksimalkan harga saham (Brigham&Houston, 2001). Dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor dipasar modal, dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik dimasa yang akan datang (dividen mempunyai kandungan informasi).

Penelitian ini dibangun dari hubungan antara kebijakan dividen dengan melihat faktor-faktor yang mempengaruhinya yaitu biaya keagenan yang diprosikan oleh investor institusional, resiko pasar dengan proksi beta, dan kesempatan investasi dengan *sales growth*, MVEBVE dan MVABVA.

Dalam penelitian ini diperoleh sampel sebanyak 45 perusahaan dan periode pengamatan dilakukan untuk tahun 1999-2002. Dengan menggunakan analisis regresi berganda yang telah terbebas dari pelanggaran asumsi klasik diperoleh hasil pengujian bahwa variabel independen berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan regresi antara kebijakan dividen dengan seperangkat variabel keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi.

Kata kunci: biaya keagenan, resiko pasar, kesempatan investasi, kebijakan dividen.



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Pada dasarnya, tujuan orang melakukan investasi adalah untuk ‘menghasilkan sejumlah uang’. Tujuan investasi yang lebih luas lagi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor atau *stockholders* (Tandelilin, 2001). Untuk mencapai tujuan tersebut tidak sedikit pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional yang disebut sebagai manajer yang didalam hal ini bertindak sebagai agen. Para manajer atau agen tersebut diharapkan akan melakukan tindakan yang terbaik bagi investor atau pemegang saham dengan memaksimalkan nilai perusahaan sehingga kesejahteraan investor atau pemegang saham dapat tercapai.

Dalam kenyataan, agen seringkali melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan harapan pemegang saham. Keputusan-keputusan yang diambil cenderung untuk menguntungkan agen sendiri seperti menggunakan surplus kas (*free cash flow*) secara tidak bijaksana dengan membelanjakan *perquisites* (*executive fringe benefits* seperti kantor mewah, asisten, rekening belanja dsb) secara berlebihan dan dana yang seharusnya merupakan hak dari pemegang saham ini tidak digunakan untuk melakukan investasi lagi (*reinvestment*) atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Kondisi ini akan mengakibatkan

munculnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan agen yang disebut sebagai *agency conflict*.

Para pemegang saham dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah *hazard* dari agen. Kesemuanya itu sering disebut pula dengan biaya keagenan atau *agency cost*. Jensen (1986) dalam Sartono (2001) menyatakan bahwa dividen akan mengurangi biaya keagenan atau *agency cost* yang diasosiasikan dengan aliran kas bebas. Peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajer dan oleh karena itu dapat mengurangi biaya keagenan. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan dengan kebijakan dividen. Selanjutnya menurut Sartono (2001), dalam penelitiannya menyatakan adanya kepemilikan institusional atau *institutional ownership* akan berperan sebagai agen pengawas karena keputusan pendanaan yang dibuat manajer perusahaan akan selalu dievaluasi untuk menjamin terakomodasinya kepentingan institusi tersebut.

Kebijakan dividen terkait juga dengan kesempatan investasi, apabila kesempatan investasi menjanjikan hasil pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian yang disyaratkan, para pemegang saham akan lebih senang jika perusahaan menahan laba. Sebaliknya jika hasil pengembalian lebih kecil daripada yang disyaratkan, mereka akan lebih suka jika dividen dibagikan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay et al (1999) dan Hamidi (2003), mengemukakan bahwa perusahaan dengan pertumbuhan tinggi membutuhkan

lebih banyak dana karena terdapat banyak *investment oportunity* sehingga dividen yang dibayarkan lebih rendah dari perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

Subekti (2000), dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari set kesempatan investasi. Perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor dipasar modal, dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik dimasa datang (dividen mempunyai kandungan informasi). Halim (2003), mengemukakan bagi perusahaan jumlah yang diterima dari pembayaran dividen resikonya lebih kecil daripada *capital gain & dividen* dapat diperkirakan sebelumnya. Sedangkan *capital gain* lebih sulit diperkirakan sehingga pembayaran dividen yang lebih tinggi dianggap perusahaan mempunyai prospek tingkat keuntungan yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran atau pembayaran yang lebih kecil dari biasanya dianggap perusahaan mempunyai prospek keuntungan yang kurang baik. Hal ini disebabkan karena dividen sebagai tanda tersedianya pendapatan perusahaan dan besarnya dividen yang dibayar sebagai informasi tingkat pertumbuhan pendapatan saat ini dan masa mendatang.

Menurut Ariyani (2001), biaya transaksi dipengaruhi oleh resiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Resiko yang semakin besar membuat perkiraan menjadi kurang pasti investor akan membebankan suatu tingkat keuntungan yang

tinggi untuk menginvestasikan dananya diperusahaan yang memiliki resiko yang besar dan akan membebankan biaya transaksi yang besar pula. Jika biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan tinggi sebagai akibat dari tingginya resiko perusahaan, maka perusahaan sebaiknya tidak membayarkan dividen yang besar sehingga kebutuhan dana dapat tercukupi dari dana internal dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal dengan biaya transaksi yang tinggi.

Fauzan (2002), juga memberikan kesimpulan bahwa salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam kebijakan dividen adalah variabel resiko perusahaan ( $\beta$ ) artinya, untuk perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi perlu menentukan dividen yang rendah agar tidak terjadi pemotongan dividen pada saat laba perusahaan mengalami penurunan.

Selanjutnya penelitian ini bermaksud mereplikasi studi dari Fauzan (2002), dengan mengkaji kembali variabel-variabel yang digunakan dan mengkombinasikannya dengan model berbagai faktor determinan dari Sartono (2001), Hamidi (2003), Subekti (2001) serta penelitian yang dilakukan oleh Ariyani (2001). Melalui pengembangan studi tersebut maka peneliti mengambil judul: **“HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR DAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN DI BURSA EFEK JAKARTA”**.

## **1.2 Rumusan Masalah Penelitian**

Permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui adanya hubungan antara kebijakan dividen dengan biaya keagenan, resiko pasar dan

pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut:

*Apakah terdapat hubungan antara biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen?*

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

Menentukan hubungan antara biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen yang dapat digunakan oleh pengambil keputusan yang berkaitan dengan kebijakan dividen dan diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan dalam bidang akuntansi, khususnya mengenai variabel-variabel yang berhubungan dengan *dividend payout ratio*.

### **1.4 Sistematika Pembahasan**

Secara garis besar, penelitian ini akan dituangkan kedalam lima bab dengan sistematika sebagai berikut:

#### **1. Bab I Pendahuluan**

Berisi tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian.

#### **2. Bab II Landasan Teori**

Akan menjelaskan landasan teori, penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis.

### 3. Bab III Metode Penelitian

Menjelaskan metode penelitian yang digunakan untuk menguji ada tidaknya pelanggaran asumsi klasik dan untuk menguji hipotesis.

### 4. Bab IV Analisa dan Pembahasan

Menyajikan penemuan-penemuan mengenai hubungan biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen dari pengujian hipotesis.

### 5. Bab V Kesimpulan dan Saran

Kesimpulan dari hasil penelitian yang dilakukan, keterbatasan dan kemungkinan pengembangan penelitian ini dimasa yang akan datang.

## **BAB II**

### **KAJIAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

##### **2.1.1 Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham (Husnan dan Pudjiastuti, 1994). Pada dasarnya laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen dipilih setelah mempertimbangkan beberapa kepentingan, baik kepentingan pemegang saham dengan dividennya maupun perusahaan dengan laba ditahannya.

Menurut Kolb (1983) dalam Utami (2003), kebijakan dividen penting karena dua alasan yaitu:

1. Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi harga saham.
2. Laba yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan perusahaan yang agak kontroversial. Agar kedua kepentingan tersebut dapat terpenuhi secara optimal, manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati-hati dan teliti kebijakan dividen yang harus dipilih.

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa

mendatang yang memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Ada beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen untuk perusahaan, sehingga dapat dijadikan pemahaman mengapa suatu perusahaan mengambil kebijakan dividen tertentu (Utami, 2003). Teori-teori tersebut adalah:

### 1. *Residual Theory*

Penekanan teori ini adalah pada investasi modal dengan anggapan bahwa dividen merupakan residu dari proses investasi modal (*capital investment*). Bertolak dari anggapan tersebut, maka teori ini menunjukkan dividen dibayarkan dari sisa dana yang telah digunakan untuk investasi.

### 2. *Bird in The Hand Theory*

Teori ini menyatakan bahwa pemegang saham menganggap kebijakan dividen adalah relevan terhadap nilai saham. Hal ini didasarkan pada pendapat bahwa pemodal lebih menyukai dividen karena penerimaan dividen merupakan penghasilan yang pasti dibanding *capital gain*. Pemegang saham akan menilai bahwa dividen yang diterima mempunyai nilai yang lebih tinggi dibanding laba yang ditahan. Sehingga perusahaan sebaiknya menetapkan dividen dengan *pay out ratio* dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi.

### 3. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen bukan faktor yang relevan terhadap nilai saham. Hal ini karena nilai saham ditentukan oleh *earning power* dan resiko bisnis perusahaan, dan tergantung pada laba yang dihasilkan dari aktiva yang digunakan, bukan pada laba yang diperoleh antara dividen dan laba



ditahan. Oleh karena itu, menurut teori ini dengan asumsi tidak ada biaya emisi, dividen dibayar atau tidak akan dibayar, tidak ada pengaruhnya bagi kemakmuran para pemegang saham.

Husnan dan Pudjiastuti (1994), menyimpulkan bahwa dalam menentukan kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut:

1. Tidak benar bahwa perusahaan seharusnya membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar (bahkan secara teoritis tidak perlu membagikan dividen).
2. Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah (dan rasio *payout*) yang tidak terlalu besar. Dengan demikian memudahkan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kalau laba perusahaan meningkat, dan tidak perlu segera menurunkan pembayaran dividen kalau laba menurun.
3. Apabila memang perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen dari pada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen mungkin akan diikuti dengan penurunan harga saham, tetapi apabila pasar modal efisien harga akan menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya (yaitu adanya investasi yang menguntungkan).
4. Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena

pembayaran dividen. Masalahnya adalah bahwa untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham, sedangkan pembayaran dividen berarti menerima kas (yang tidak perlu menjual saham). Sayangnya kalau pemodal menjual saham, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, kalau tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gains*. Karena itulah sekelompok pemodal mungkin memilih saham yang membagikan dividen secara teratur.

5. Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan, maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi, mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus segera membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gains*. Kalau sebagian besar pemegang saham merupakan pemodal yang mempunyai *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.

### 2.1.2 Teori Keagenan

Jensen dan Meckling memperkenalkan teori keagenan sejak tahun 1976, mereka menggambarkan bahwa timbulnya hubungan agensi dikarenakan prinsipal mengajak agen untuk melayani prinsipal. Dalam kontrak, prinsipal mendelegasikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan, tetapi tidak ada jaminan bahwa agen akan memaksimalkan kepentingan prinsipal.

Menurut Halim et al., (2000), teori agen mendasarkan pada semua individu bekerja sesuai kepentingannya sendiri. Anggapan yang melekat pada teori keagenan adalah bahwa terdapat konflik kepentingan antara agen dengan

prinsipal. Konflik tersebut terjadi karena pada dasarnya setiap individu akan berusaha untuk memaksimalkan utilitasnya sendiri, sehingga ada alasan untuk percaya bahwa agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaiknya prinsipal (Jansen dan Meckling, 1976 dalam Wulandari, 2004). Berarti dalam hal ini terdapat ketidakselarasan perilaku atau tujuan antara prinsipal dengan agen, yang disebut sebagai *disfunctional behavior*.

Secara garis besar tindakan-tindakan agen untuk meningkatkan kekayaannya dibagi menjadi tiga:

1. *Moral Hazard* yaitu tindakan manajemen laba yang dilakukan oleh agen.
2. *Advers selection* merupakan pelaporan informasi mengenai laba oleh agen tetapi informasi yang disampaikan sudah direkayasa.
3. *Free raider* agen ikut mencantumkan namanya dalam suatu proyek tetapi agen sebenarnya tidak ikut ambil bagian dalam proyek tersebut.

Untuk mengatasi masalah diatas tindakan yang dilakukan oleh prinsipal adalah sbb:

1. Kontrak
2. Insentif
3. *Monitoring cost*

Konflik kepentingan yang terjadi antara agen dan prinsipal akan mendorong timbulnya *agency cost* (Jansen dan Meckling, 1976, dalam Wulandari, 2004)). *Agency cost* ini meliputi: (1) *Monitoring cost* yaitu biaya yang dikeluarkan oleh prinsipal untuk mengawasi perilaku agen agar tidak menyimpang dari yang diinginkan oleh prinsipal, misalnya biaya untuk mengukur dan mengawasi

perilaku agen, biaya untuk menyusun sistem kompensasi dan lain-lain. (2) *Bonding cost* yaitu pengeluaran agen untuk menjamin bahwa dia akan bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal, misalnya kesediaan manajer untuk menyewa auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaannya.

Selanjutnya dalam konflik kepentingan antara agen dan prinsipal atau *agency conflict*, aktifitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional (Jensen & Meckling, 1976 dalam Fauzan, 2002). Semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan *agency cost*, sedangkan untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham karena peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajer atau agen dan oleh karena itu akan mengurangi biaya keagenan.

### **2.1.3 Resiko Perusahaan**

Pengertian resiko adalah peluang bahwa beberapa kejadian yang tidak menguntungkan akan terjadi (Brigham dan Houston, 2001). Dengan demikian apabila kita membicarakan resiko investasi berarti kita menganalisis kemungkinan tidak tercapainya hasil (keuntungan) yang diharapkan. Tidak tercapainya hasil yang diharapkan tersebut berarti terjadi penyimpangan akan hasil yang direncanakan (diharapkan). Resiko ini terjadi karena keadaan waktu yang akan datang penuh dengan ketidakpastian (*uncertainty*).

Besarnya tingkat resiko yang dimasukan dalam penilaian investasi akan mempengaruhi besarnya hasil yang diharapkan oleh pemodal. Apabila perusahaan

memasukan tingkat resiko yang tinggi pada suatu investasi yang dianggarkan, maka pemodal yang akan menanamkan dananya pada investasi tersebut mengharapkan hasil atau mensyaratkan hasil (*required rate of return*) memiliki hubungan yang linear berkebalikan. Semakin tinggi resiko, maka semakin tinggi pula hasil yang diperoleh. Sebaliknya, semakin rendah resiko, maka semakin rendah pula hasil yang diperoleh atau hasil yang disyaratkan (Martono dan Harjito, 2001).

Resiko dalam perusahaan tidak dapat dihindari. Kita hanya dapat mengelola bagaimana agar resiko tersebut sekecil mungkin mempengaruhi keputusan perusahaan. Resiko yang terjadi diperusahaan ada yang dapat didiversifikasi atau resiko tidak sistematis yaitu bagian dari resiko sekuritas yang dapat dihilangkan dengan membentuk portofolio. Dan resiko yang tidak dapat didiversifikasi atau resiko sistematis yaitu bagian dari resiko sekuritas yang tidak dapat dihilangkan walaupun dengan membentuk portofolio (jogiyanto, 1998).

Resiko yang ada di perusahaan dapat dibedakan menjadi 3 jenis resiko yaitu (Martono dan Harjito, 2001):

#### 1. Resiko Individual

Yaitu resiko yang berasal dari proyek investasi secara individu tanpa dipengaruhi oleh proyek lain. Resiko ini terjadi apabila perusahaan hanya melakukan investasi pada satu jenis investasi saja. Pemodalpun hanya menanamkan dananya pada satu investasi tersebut. Resiko ini diukur dari naik turunnya tingkat hasil yang diharapkan akan investasi yang bersangkutan.

## 2. Resiko Perusahaan

Yaitu resiko yang diukur tanpa mempertimbangkan penganekaragaman (diversifikasi) atau portofolio yang dilakukan oleh investor. Jadi resiko ini diukur dengan melihat naik turunnya hasil yang diperoleh dari investasi tertentu yang dilakukan oleh perusahaan. Investor yang menanamkan modal pada investasi tersebut dan mungkin juga menanamkan modal pada investasi yang lain tidak dipertimbangkan dalam perhitungan resiko ini. Perhitungan resiko perusahaan sangat penting terutama bagi investor yang tidak melakukan diversifikasi modalnya. Mereka hanya melihat resiko yang ada disatu perusahaan saja. Resiko perusahaan ini nantinya akan langsung mempengaruhi harga saham perusahaan yang bersangkutan.

## 3. Resiko Pasar atau Beta

Yaitu Resiko investasi ditinjau dari investor yang menanamkan perusahaan lain. Investor melakukan diversifikasi atau penganekaragaman investasi (portofolio). Besarnya resiko pasar ini tidak dapat dieliminasi (dihilangkan) dengan melakukan diversifikasi. Hal ini karena resiko ini tergantung pada pasar yang ada, sehingga resiko ini dinamakan resiko pasar (*market risk*) yang diukur dengan beta. Resiko pasar ini sangat penting untuk diperhitungkan oleh perusahaan. Hal ini karena resiko ini memiliki pengaruh yang langsung terhadap harga saham perusahaan. Besarnya resiko saham (Beta) akan mempengaruhi tingkat pengembalian investasi saham. Sedangkan besarnya tingkat pengembalian investasi saham tersebut akan mempengaruhi harga

saham. Semakin besar tingkat pengembalian saham, maka semakin tinggi pula harga sahamnya.

#### **2.1.4 Kesempatan Investasi**

Myers (1977) dalam Hamidi (2003), mengemukakan kesempatan investasi atau *investment opportunity* yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Pilihan-pilihan investasi dimasa datang ini kemudian dikenal dengan istilah set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS). Gaver dan Gaver (1993), Smith dan Watts (1992), Sami dkk. (1999), Hartono (1999) dan Fauzan (2002) mempunyai satu kesimpulan yang sama bahwa satu rasio cenderung tidak sempurna untuk mewakili level IOS.

Subekti (2000) dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari set kesempatan investasi. Perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

Hamidi (2003) dalam penelitiannya juga menyatakan bahwa perusahaan akan membutuhkan lebih banyak dana jika terdapat *investment opportunity* yang menguntungkan.

## **2.2 Kajian Ulang Penelitian Terdahulu**

Subekti (2000), dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari set

kesempatan investasi. Perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh, dan diperoleh kesimpulan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki kesempatan investasi yang besar sehingga memiliki korelasi negatif dengan kebijakan dividen.

Rozeff (1982) yang penelitiannya direplikasi oleh Ariyani (2001), melakukan penelitian tentang pengaruh *agency cost* & biaya transaksi terhadap pembayaran dividen. Penelitian ini menyatakan bahwa faktor keagenan tidak mendukung kebijakan dividen, variabel keagenan kurang dapat digeneralisir diindonesia oleh karena struktur kepemilikannya masih didominasi oleh manajemen keluarga (pemilik merangkap pengelola). Logikanya, kalau struktur kepemilikan manajemen keluarga ini semakin besar maka bagaimana mungkin masalah keagenan akan terjadi. Kemudian faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Tingkat pertumbuhan perusahaan dan resiko perusahaan yang diukur dengan menggunakan beta berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Ini berarti tingkat pertumbuhan perusahaan dan resiko perusahaan yang diukur dengan beta berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Sartono (2001), melakukan penelitian dengan judul “Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*)”. Dari hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam dan utang secara individual memiliki pengaruh



yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen dan arah koefisiennya negatif.

Fauzan (2002), mengadakan penelitian secara simultan terhadap berbagai alternatif kebijakan dividen berdasarkan berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen (Hubungan biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa hanya ada satu variabel saja yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara resiko perusahaan dengan kebijakan dividen, dimana resiko perusahaan diproksikan dengan beta.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Barclay et al (1999) yang direplikasi oleh Hamidi (2003), melakukan penelitian tentang hipotesis pecking order. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin besar investment opportunity yang menguntungkan maka capital expenditure yang dikeluarkan akan semakin besar dan mempunyai arah positif, karena manajer berusaha mengambil peluang-peluang tersebut demi memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Dan kesimpulannya adalah bahwa perusahaan yang membutuhkan banyak dana akan mengurangi pembayaran dividen sehingga investment opportunity mempunyai arah negatif terhadap kebijakan dividen.

Simodibroto (2003), melakukan penelitian dengan judul “Analisis hubungan antara hutang, tingkat pertumbuhan revenue dan beta perusahaan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan pada saat sebelum krisis moneter (periode 1992-1996) dan pada saat krisis moneter (periode 1997-2000)”. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan

antara variabel pertumbuhan *revenue* dengan *Dividend payout ratio* perusahaan dan terdapat hubungan negatif yang signifikan antara variabel beta dengan *dividend payout ratio* perusahaan.

### 2.3 Hipotesis

Kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin bisa menimbulkan suatu konflik, misalnya manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar. Konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktifitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari pihak luar perusahaan adalah investor institusional, semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik akan semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan biaya keagenan, sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena peningkatan pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas bebas yang terkontrol bagi manajer atau agen dan oleh karena itu akan mengurangi biaya keagenan (Jensen, Solberg, Zorn, 1992 dalam Fauzan, 2002). Sedangkan Dermawan (1997) dan Fauzan (2002) menyatakan bahwa biaya keagenan tidak mempunyai hubungan dengan kebijakan dividen. Souza (1999) dalam Fauzan (2002) menggunakan prosentase kepemilikan institusi untuk memproksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif yang

signifikan antara biaya keagenan dengan *dividend payout*. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan yang diprosikan dengan prosentase kepemilikan saham oleh institusi dengan kebijakan dividen.

**H1: Terdapat hubungan negatif antara biaya keagenan dengan kebijakan dividen.**

Perusahaan yang membayar dividen tinggi mempunyai resiko yang lebih kecil dibanding yang menahannya dalam bentuk laba ditahan, pendapat tersebut mendasarkan pada *bird in the theory* oleh Lintner (1963), Bhattacharya (1979) dalam Jogiyanto (1998). Investor menyukai dividen yang diterima seperti burung ditangan (*bird in the hand*) yang resikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan (*bird in the bush*). Rozeff (1982), Lloyd, Jahera & Page (1985), Collins, Saxena, & Wansley (1996), Souza (1999), dan Fauzan (2002) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara resiko perusahaan yang diukur dengan beta dengan *dividend payout*.

**H2: Terdapat hubungan negatif antara resiko perusahaan dengan kebijakan dividen**

Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, dari sumber intern dan ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diperolehnya (tidak dibagikan sebagai dividen). Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga kebijakan dividen mungkin bisa terpengaruh. Collins, Saxena &

Wansley (1996), Lloyd, Jahera & Page (1985), dan Rozef (1982) dalam Fauzan (2002) dalam penelitiannya menyimpulkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan *dividend payout*. Souza (1999) dan Fauzan (2002) dalam penelitiannya menyimpulkan tidak ada hubungan antara *dividend payout* dengan kesempatan investasi (variabel kesempatan investasi diukur dengan pertumbuhan penjualan selama tiga tahun dan *rasio market to book value of equity*). Subekti (2000) dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari set kesempatan investasi. Perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh menunjukkan bahwa perusahaan yang tumbuh mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Smith & Watts (1992) dalam Fauzan (2002) menjelaskan temuannya mengenai hubungan IOS dengan kebijakan dividen diidentifikasi dengan arus kas yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil jumlah dividen yang diberikan karena perusahaan yang bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi, hal itu menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

**H3: Terdapat hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen**

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Pengumpulan Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari data sekunder yang tersedia di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang berupa laporan keuangan tahunan dari perusahaan yang telah *go publik* yang memenuhi kualifikasi sampel. Data *dividend payout*, biaya keagenan, dan kesempatan investasi diperoleh dari Laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan Bursa Efek Jakarta khususnya dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2003. Data resiko pasar atau beta yang sudah dikoreksi diperoleh dari PPA FE UGM.

#### **3.2 Pemilihan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Dalam pemilihan sampel ini, periode pengamatan dilakukan untuk tahun 1999-2002 dan setiap perusahaan yang akan masuk dalam sampel harus memenuhi beberapa kriteria sebagai seleksinya. Adapun kriteria-kriteria yang dimaksud adalah:

1. Sampel yang diteliti telah *listed* di BEJ sejak tahun 1999.
2. Sampel yang diteliti mempunyai Laporan keuangan lengkap selama periode penelitian.
3. Sampel mempunyai laporan tahunan yang berakhir 31 Desember. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
4. Sampel adalah perusahaan yang tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif atau mengalami kerugian selama tahun 1999 sampai dengan tahun 2002. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna dalam penghitungan rasio keuangan.
5. Sampel adalah perusahaan yang memenuhi seluruh kualifikasi diatas dan datanya tersedia atau dapat diperoleh dari sumber data yang telah ditentukan.

Adanya persyaratan-persyaratan tersebut dan dengan menggunakan metode pooling data maka diperoleh sampel sebanyak 45 perusahaan dengan jumlah observasi 135 observasi. Namun dari jumlah observasi tersebut terpaksa *di-drop* sebanyak 83 observasi karena dianggap sebagai *outlier*. Dengan demikian terdapat 52 observasi yang akan digunakan dalam penelitian ini. Jumlah ini telah memenuhi aturan yang berlaku untuk penelitian dibidang bisnis, yaitu jumlah sampel sebesar 30 hingga <500. Perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel menurut industrinya adalah sebagai berikut:

**Tabel 3.1**

## Daftar Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri

No.	Industri	Jumlah
1	Food and Beverages	8
2	Tobacco Manufacturers	3
3	Textile mill Product	1
4	Appareal and Other Textile Product	3
5	Lumber and Wood Products	1
6	Chemical and Allied Product	2
7	Adhesive	3
8	Plastics and Glass Products	3
9	Cement	1
10	Metal and Allied Products	3
11	Machinery	1
12	Electronic and Office Equipment	2
13	Automotive and Allied Products	7
14	Pharmaceuticals	4
15	Consumers Goods	3
		45

### 3.3 Definisi Operasional Dan Pengukuran Variabel

#### 3.3.1 Variabel Dependen

Kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio* atau *dividend pershare* dibagi *earning pershare*.

$$DPOUT = [\text{Dividen per lembar saham}] : [\text{Laba per lembar saham}]$$

Data *dividend payout ratio* dari semua perusahaan yang menjadi sampel sampai dengan tahun 2002 sudah tersedia di *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*.

#### 3.3.2 Variabel Independen

- Biaya Keagenan diproksikan dengan prosentase kepemilikan institusional.

$$AGENCYC = \text{Prosentase saham yang dimiliki oleh institusi.}$$

- Resiko pasar dengan beta perusahaan. menurut Hartono (1999) dalam Fauzan (2002) perdagangan di BEJ masih tipis sehingga beta saham adalah bias. Berdasarkan kondisi tersebut maka dalam menghitung return ekspektasian harus dilakukan koreksi untuk memperoleh nilai beta yang mendekati nilai beta yang sebenarnya. Metoda yang digunakan untuk mengoreksi beta yaitu: Scholes & Williams (1997), Dimson (1979) dan Fowler and Rorke (1983). Metoda yang terbaik adalah Fowler and Rorke karena menggunakan bobot dalam mengalikan koefisien regresinya. Nilai beta koreksian dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ khususnya tahun 2000-2002 telah dihitung oleh PPA FE UGM, sehingga dalam penelitian ini penulis



tidak menghitung sendiri tapi langsung mengambil data beta yang sudah dikoreksi dari PPA FE UGM (BETA).

- Kesempatan investasi yaitu suatu kombinasi antara aktiva riil (*asset in place*) dan opsi investasi dimasa yang akan datang (Myers, 1977).

1. SALESG =  $\frac{[\text{Total penjualan bersih } t - \text{Total penjualan bersih } t-1]}{[\text{Total penjualan bersih } t-1]}$
2. MVEBVE =  $\frac{[\text{Jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}]}{[\text{Total ekuitas}]}$
3. MVABVA =  $\frac{[(\text{Harga penutupan saham} \times \text{Jml saham beredar}) + (\text{Total Hutang})]}{[\text{Total Aktiva}]}$

### 3.4 Model Analisis Dan Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_1(\text{BETA}) + \beta_2(\text{AGENCYC}) + \beta_3(\text{SALESG}) + \beta_4(\text{MVEBVE}) + \beta_5(\text{MVABVA}) + e$$

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_1(\text{BETA}) + e \quad (1)$$

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_2(\text{AGENCYC}) + e \quad (2)$$

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_3(\text{SALESG}) + \beta_4(\text{MVEBVE}) + \beta_5(\text{MVABVA}) + e \quad (3)$$

Keterangan:

DPOUT : *Dividend payout* sebagai variabel dependen.

$\beta_0$  : Konstanta.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$  : Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen.

BETA	:	Nilai resiko pasar atau beta yang sudah dikoreksi sebagai variabel independen.
AGENCYC	:	Prosentase kepemilikan institusional sebagai proksi biaya keagenan sebagai variabel independen.
SALESG	:	Pertumbuhan perusahaan sampai dengan tiga tahun sebagai variabel independen.
MVEBVE	:	Rasio <i>market to book value of equity</i> sebagai variabel independen.
MVABVA	:	Rasio <i>market to book value of asset</i> sebagai variabel independen.
e	:	<i>Error term.</i>

### 3.5 Uji Asumsi Klasik

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan nilai parameter model praduga yang sah jika memenuhi asumsi klasik regresi; yaitu tidak terjadi autokorelasi, tidak terjadi multikolinearitas dan tidak terjadi heterokedastisitas, sedangkan untuk menguji kesesuaian model regresi dengan uji F dan untuk menguji hipotesis dengan uji t. (Faradiba, 2003)

#### 1. Multikolinearitas

Multikolinearitas berarti ada hubungan linear yang sempurna atau pasti beberapa atau semua variabel independen dari model yang ada. Akibat dari adanya multikolinearitas adalah tidak tertentu atau kesalahan standarnya tidak terhingga. Hal ini akan menimbulkan bias dalam estimasi.

Metode untuk menguji ada tidaknya multikolinearitas dapat dilihat dari *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas nilai *tolerance value* (TOL) adalah 0,10 dan batas VIF adalah 10. Apabila *tolerance value* kurang dari 0,10 atau nilai VIF lebih dari 10 maka disimpulkan terjadi multikolinearitas.

## 2. Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui adanya korelasi antara anggota serangkaian data observasi runtut waktu (*time series*) maupun data *cross section*, meskipun autokorelasi lebih banyak terjadi pada data *time series* (Gujarati,1995). Jika dalam persamaan regresi terdapat autokorelasi maka estimator OLS masih tetap konsisten hanya saja menjadi tidak efisien (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan Durbin-Watson (d) statistik. Sebagai *rule of thumb* nilai d yang menunjukkan gejala autokorelasi yang tidak berbahaya dapat ditunjukkan pada tabel 3.2

**Tabel 3.2**

### Gejala Autokorelasi

Nilai d berdasarkan estimasi model regresi	Kesimpulan
$0 < d < d_L$	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi
$d_L < d < d_U$	Tidak ada kesimpulan
$d_U < d < 4 - d_U$	Tidak terdapat autokorelasi dalam model regresi
$4 - d_U < d < 4 - d_L$	Tidak ada kesimpulan
$4 - d_U < d < 4$	Terdapat autokorelasi negatif dalam model regresi

### 3. Heteroskedastisitas

Gejala heteroskedastisitas akan muncul apabila variabel pengganggu ( $e_i$ ), memiliki varian yang berbeda dari satu observasi ke observasi yang lain. Adanya heteroskedastisitas menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. (Gujarati, 1995) menyatakan bahwa terdapat beberapa metode yang digunakan untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas seperti metode grafik, *park*, *glejser*, *rank spearman* dan Barlett. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi digunakan metode Glejser. Dengan metode ini yang harus dilakukan adalah melakukan regresi sederhana antara nilai absolut  $e_i$  dan tiap-tiap variabel independen. Apabila ditemukan nilai  $t$  hitung yang lebih besar dari  $t$  tabel diantara hasil regresi tersebut, maka pada model terjadi heteroskedastisitas.

Dengan kriteria lain heteroskedastisitas terjadi apabila koefisien regresi suatu variabel bebas secara signifikan berbeda dengan nol. Gejala heteroskedastisitas ini dapat diatasi dengan cara melakukan transformasi variabel-variabel dalam model regresi yang diestimasi yaitu dengan membagi model regresi semula dengan salah satu variabel bebas yang memiliki koefisien regresi yang tinggi dengan residualnya (Ariyani, 2001).

## BAB 1V

### ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis data dilakukan dengan menggunakan model persamaan regresi berganda. Analisis tersebut dilakukan untuk melihat hubungan biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Biaya keagenan dalam penelitian ini adalah investor institusional, resiko pasar diukur dengan beta sedangkan kesempatan investasi diproksikan dengan set kesempatan investasi (IOS) yaitu *sales growth*, MVEBVE (*market to book value equity*) dan MVABVA (*market to book value of asset*). Kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend payout ratio*. Analisis data dilakukan secara parsial dan simultan untuk mengetahui apakah variabel-variabel tersebut mempunyai hubungan yang signifikan atau tidak terhadap rasio pembayaran dividen. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda yang digunakan bebas dari pelanggaran klasik, yaitu bebas dari multikolinearitas, bebas dari autokorelasi dan bebas dari heteroskedastisitas.

#### 4.1 Statistik Diskriptif

Statistik diskriptif berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan didalam penelitian untuk mengetahui gambaran mengenai karakteristik yang digunakan secara lebih rinci, dapat dilihat pada tabel 4.1. Dari statistik

diskriptif ini, dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel dan tingkat penyimpangan penyebaran data masing-masing variabel penelitian.

**Tabel 4.1**

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Dividends Payout Ratio	52	,0011	,7967	,309613	,1929649
Beta	52	,9530	3,1730	2,198788	,6917538
Agency Cost	52	,4525	,9597	,750577	,1167020
Sales Growth	52	-,2858	,7162	,137993	,2021931
MVEBVE	52	,0565	,9447	,517671	,2252136
MVABVA	52	,3084	,9791	,729841	,1808290
Valid N (listwise)	52				

## 4.2 Uji Asumsi Klasik

### 4.2.1 Multikolinearitas

Pengujian terhadap gejala multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya korelasi yang serius antara sesama variabel independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Adanya multikolinearitas dalam model persamaan regresi yang digunakan akan menghasilkan suatu estimasi yang tidak tepat. Untuk mendeteksi apakah variabel-variabel independen yang digunakan mempunyai kolinearitas yang tinggi atau tidak, maka digunakan *Variance Inflation Factor* (VIF) dan *Tolerance* (TOL), menurut Hair, et.al.(1992) gejala multikolinearitas akan selalu ada dalam setiap model penelitian, oleh karenanya setiap penelitian dapat menentukan sendiri berapa besar nilai VIF dan TOL yang dianggap berbahaya terhadap gejala adanya multikolinearitas.

**Tabel 4.2**

Nilai TOL dan VIF antara variabel independen

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
Beta	0.942	1.061
Agency Cost	0.892	1.121
Sales Growth	0.874	1.144
MVEBVE	0.531	1.882
MVABVA	0.527	1.898

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

Nilai TOL untuk semua variabel independen seperti ditunjukkan dalam tabel lebih besar dari 0.10. *Rule of thumb* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai TOL tidak berbahaya terhadap gejala multikolinearitas adalah 0.10. Dari nilai VIF diketahui bahwa nilai VIF semua variabel independen dalam penelitian ini kurang dari 10. Menurut Gujarati (1995), semakin tinggi nilai VIF semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen. *Rule of thumb* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai VIF tidak berbahaya adalah kurang dari 10. Dengan demikian nilai TOL maupun VIF menunjukkan tidak terdapat multikolinearitas yang berbahaya dalam model penelitian.

Dari hasil penelitian terhadap nilai TOL dan VIF keduanya memiliki nilai yang tidak melanggar *rule of thumb* yang sudah ditentukan, sehingga model dalam penelitian ini dapat dinyatakan bebas dari multikolinearitas.

#### 4.2.2 Autokorelasi

Gujarati (1995), menyatakan bahwa uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtut waktu (*time series*) maupun data *cross section*. Apabila terjadi autokorelasi maka estimator OLS menjadi tidak efisien. Hasil uji t dan uji F tidak valid dan kesimpulan yang diambil berdasarkan uji signifikansi statistik menjadi bias. Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan metode Durbin-Watson. Nilai Durbin-Watson yang digunakan sebagai *rule of thumb* menurut Gujarati (1995) adalah jika  $d_U > d > 4 - d_U$  maka tidak terdapat autokorelasi.

Nilai Durbin-Watson dalam model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah 2.106. Berdasarkan tabel DW dengan menggunakan  $N=52$  dan parameter  $k=5$  diperoleh nilai  $d_U=1.77$  dan  $d_L=1.333$ . Sehingga nilai  $d_U < d < 4 - d_U$  adalah  $1.77 < 2.106 < 2.23$ . Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan regresi yang dihasilkan bebas dari autokorelasi.

#### 4.2.3 Heteroskedastisitas

Adanya heteroskedastisitas pada persamaan regresi menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Gejala heteroskedastisitas ada apabila varians dari residual dari satu pengamatan berbeda. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas dalam persamaan regresi dapat digunakan metode grafik dengan melakukan plot pada regresi. Dengan melihat hasil grafik jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang ada yang 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 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Singgih, 2000)

Berdasarkan grafik hasil regresi dengan menggunakan SPSS seperti terlihat pada lampiran 2, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak, tidak membentuk pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi.

Selain menggunakan metode grafik dalam mendeteksi gejala heteroskedastisitas, untuk mengetahui pengaruh signifikan setiap variabel dapat digunakan metode Glejser dengan melakukan regresi sederhana antara nilai absolut  $e_i$  dan variabel-variabel dependen. Jika hasil regresi menunjukkan  $t$  hitung lebih besar dari  $t$  tabel, maka pada model terjadi heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil perhitungan yang dilakukan dengan menggunakan program SPSS seperti terlihat pada lampiran 2, menunjukkan bahwa dengan menggunakan taraf signifikansi 5% ( $\alpha = 0,05$ ), kelima variabel independen tidak satupun yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai absolut variabel pengganggu ( $e_i$ ). Hal ini berarti bahwa dalam model regresi tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis terhadap pelanggaran asumsi klasik diatas, maka model regresi yang digunakan telah terbebas dari pelanggaran asumsi

klasik yaitu multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Dengan demikian pengujian terhadap hipotesis penelitian sudah dapat dilakukan.

### 4.3 HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Berdasarkan hasil perhitungan diperoleh hasil seperti ditunjukkan pada tabel 4.3.

**Tabel 4.3**  
Hasil Analisa Regresi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.743	0.209		3.556	0.001
Beta	0.01042	0.037	-0.037	-0.281	0.78
Agency Cost	-0.188	0.226	-0.114	-0.832	0.41
Sales Growth	0.01978	0.132	0.021	0.15	0.881
MVEBVE	0.343	0.152	0.4	2.257	0.029
MVABVA	-0.616	0.19	-0.577	-3.243	0.002

Dari tabel persamaan diatas dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$DPOUT = 0.743 - 0.01042 \text{ Beta} - 0.188 \text{ Agency Cost} + 0.01978 \text{ Sales Growth} + 0.343 \text{ MVEBVE} - 0.616 \text{ MVABVA}$$

Sig. (0.001) (0.780) (0.410) (0.881) (0.029) (0.02)

t (3.556) (-0.281) (-0.832) (0.150) (2.257\*) (-3.243\*)

\* Signifikan pada level  $\alpha=0.05$

**Keterangan:**

DPOUT	:	<i>Dividend payout</i> sebagai variabel dependen
$\beta_0$	:	Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	:	Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen.
BETA	:	Nilai resiko pasar atau beta yang sudah dikoreksi sebagai variabel independen.
AGENCYC	:	Prosentase kepemilikan institusional sebagai proksi biaya keagenan sebagai variabel independen.
SALESG	:	Pertumbuhan perusahaan sampai dengan tiga tahun sebagai variabel independen.
MVEBVE	:	Rasio <i>market to book value of equity</i> sebagai variabel independen.
MVABVA	:	Rasio <i>market to book value of asset</i> sebagai variabel independen.
e	:	Error term

**4.3.1 Investor Institusional**

Hipotesis pertama (H1) yang diajukan dalam penelitian ini adalah terdapat hubungan antara biaya keagenan dengan *proxy* investor institusional dengan kebijakan dividen. Berdasarkan hasil perhitungan pada lampiran 2 diperoleh t hitung sebesar  $-0.832$  sedangkan nilai t tabel sebesar  $1.679$  dan tingkat signifikansi sebesar  $0.410$ . Dilihat dari nilai t hitung yang lebih kecil daripada nilai t tabel ( $t \text{ hitung} = -0.832 < t \text{ tabel} = 1.679$ ) serta tingkat signifikansi yang lebih besar dari taraf signifikansi sebesar  $0.05$  ( $\alpha = 0.05$ ) ini berarti kehadiran investor

institusional didalam perusahaan tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, maka secara parsial hipotesis pertama **ditolak**.

#### **4.3.2 Resiko Pasar (BETA)**

Variabel ini digunakan untuk menguji hipotesis kedua (H2) bahwa terdapat hubungan negatif antara resiko perusahaan (BETA) dengan kebijakan dividen. Dari perhitungan diperoleh t hitung sebesar  $-0.281$  Sedangkan t tabel adalah  $1.679$ . Tingkat signifikansi sebesar  $0.780$ . Dengan menggunakan taraf signifikansi sebesar  $0.05$  ( $\alpha=0.05$ ) maka taraf signifikansi hasil penelitian lebih kecil dari pada t tabel ( $t \text{ hitung} = 0.281 < t \text{ tabel} = 1.679$ ). Ini berarti variabel beta tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen, maka secara parsial hipotesis kedua yang diajukan **ditolak**.

#### **4.3.3 Kesempatan investasi**

Pengujian ketiga dilakukan terhadap variabel *sales growth* sebagai *proxy* dari kesempatan investasi, diperoleh t hitung sebesar  $0.150$  sedangkan t tabel adalah  $1.679$ . tingkat signifikansi sebesar  $0.881$ . Dengan menggunakan taraf signifikansi  $0.05$  ( $\alpha=0.05$ ) maka taraf signifikansi hasil penelitian lebih besar dari  $\alpha=0.05$  dan dilihat dari nilai t hitung (nilai mutlak) yang lebih kecil daripada t tabel ( $t \text{ hitung} = 0.150 < t \text{ tabel} = 1.679$ ) ini berarti variabel *sales growth* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan persamaan regresi, variabel *sales growth* mempunyai koefisien regresi sebesar  $0.01978$ . Koefisien regresi ini menunjukkan bahwa *sales growth* dengan rasio pembayaran dividen memiliki hubungan positif.

Variabel MVEBVE sebagai *proxy* dari kesempatan investasi diperoleh t hitung sebesar 2.257 sedangkan t tabel adalah 1.679, tingkat signifikansi sebesar 0.029. Dengan menggunakan taraf signifikansi 0.05 ( $\alpha=0.05$ ) maka taraf signifikansi hasil penelitian lebih besar dari  $\alpha=0.05$  dan dilihat dari nilai t hitung (nilai mutlak) yang lebih kecil daripada t tabel ( $t \text{ hitung}=2.257 > t \text{ tabel}=1.679$ ) ini berarti variabel MVEBVE memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan persamaan regresi, variabel MVEBVE mempunyai koefisien regresi sebesar 0.343. Koefisien regresi ini menunjukkan bahwa MVEBVE dengan rasio pembayaran dividen memiliki hubungan positif.

Variabel MVABVA sebagai *proxy* dari kesempatan investasi diperoleh t hitung sebesar -3.243 sedangkan t tabel adalah 1.679, tingkat signifikansi sebesar 0.02. Dengan menggunakan taraf signifikansi 0.05 ( $\alpha=0.05$ ) maka taraf signifikansi hasil penelitian lebih besar dari  $\alpha=0.05$  dan dilihat dari nilai t hitung (nilai mutlak) yang lebih kecil daripada t tabel ( $t \text{ hitung}=3.243 > t \text{ tabel}=1.679$ ) ini berarti variabel MVABVA memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan persamaan regresi, variabel MVABVA mempunyai koefisien regresi sebesar -0.616. Koefisien regresi ini menunjukkan bahwa MVABVA dengan rasio pembayaran dividen memiliki hubungan negatif.

Dari hasil pengujian diatas dapat dilihat pada lampiran 2 diketahui bahwa secara parsial variabel kesempatan investasi yang diproksikan oleh *sales growth* saja yang tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, sedangkan variabel MVEBVE dan MVABVA memiliki pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Sedangkan secara simultan ketiga variabel dari kesempatan investasi

tersebut secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, hal ini dapat dilihat dari F hitung sebesar 4.481 yang lebih besar dari F tabel sebesar 2.409 dan tingkat signifikansi 0.007 yang lebih rendah dari taraf signifikansi pada  $\alpha=0.05$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga **diterima**.

#### **4.4 Diskusi Hasil Penelitian Hipotesis**

##### **4.4.1 Biaya Keagenan**

Berdasarkan persamaan regresi diatas koefisien regresi dari variabel *agency cost* yang diproksikan dengan investor institusional sebesar  $-0.188$ . Hal ini menunjukkan bahwa investor institusional dengan rasio pembayaran dividen memiliki hubungan arah terbalik antara investor institusional dengan rasio pembayaran dividen. Ini sesuai dengan harapan peneliti, meskipun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fauzan (2002) akan tetapi sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyani (2001). Arah hubungan terbalik antara investor institusional dengan rasio pembayaran dividen, menunjukkan kecenderungan bahwa untuk meminimalkan masalah keagenan perusahaan menggunakan mekanisme pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan teori yang diajukan oleh Han, Lee & Suk (1999) dalam Ariyani (2001) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat investor institusional yang tinggi tentunya memiliki masalah keagenan yang relatif rendah. Sebaliknya apabila saham yang dimiliki oleh pihak institusional sedikit maka masalah keagenan semakin besar.

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa teori yang menyatakan investor institusional memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini karena tingkat kesalahan prediksinya sebesar 0.410 lebih besar dari taraf signifikansi pada level 0.05 ( $\alpha=0.05$ ). Akan tetapi arah hubungan yang terbalik antara variabel investor institusional dengan rasio pembayaran dividen menjelaskan investor institusional yang semakin kecil akan dapat meningkatkan pembayaran dividen dan mengidentifikasi adanya kecenderungan pembayaran dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan di perusahaan-perusahaan di Indonesia.

#### **4.4.2 Resiko Pasar (BETA)**

Berdasarkan persamaan regresi di atas koefisien regresi dari variabel resiko pasar (beta) sebesar  $-0.01042$ . Hal ini menunjukkan bahwa resiko pasar (beta) dengan rasio pembayaran dividen memiliki arah hubungan terbalik. Arah hubungan yang terbalik antara resiko pasar (beta) ini sesuai dengan harapan peneliti dan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Ariyani (2001), Fauzan (2002) dan Simodibroto (2003). Dividen merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor dipasar modal (dividen mempunyai kandungan informasi). Lintner (1956) dalam Fauzan (2002) mengemukakan, perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan karena penurunan dividen akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana atau kesulitan dana). Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi

kemungkinan juga mempunyai fluktuasi pembayaran dividen yang tinggi, hal ini tentu saja akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya bila dividen turun. Pembayaran dividen yang tinggi mempunyai resiko yang lebih kecil dibanding dengan yang menahannya dalam bentuk laba ditahan atau *capital gains*, pendapat tersebut mendasarkan pada *bird in the hand theory* oleh Lintner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya (1979) dalam Fauzan (2002) bahwa investor menyukai dividen yang diterima seperti burung ditangan (*bird in the hand*) yang resikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan (*bird in the bush*).

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa teori yang menyatakan resiko pasar ( $\beta$ ) memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum dipertimbangkan oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia khususnya perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian karena tingkat kesalahan prediksinya sebesar 0.780 lebih besar dari taraf signifikansi pada level 0.05 ( $\alpha=0.05$ ). Akan tetapi arah hubungan yang terbalik antara variabel resiko pasar ( $\beta$ ) dengan rasio pembayaran dividen mengidentifikasi bahwa dengan pembagian dividen yang tinggi maka resiko akan semakin kecil.

#### **4.4.3 Kesempatan Investasi**

Pengaruh yang signifikan antara kesempatan investasi dengan rasio pembayaran dividen ini sesuai dengan harapan peneliti dan konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Subekti (2000) dan Hamidi (2003). Dari hasil pengujian seperti terlihat dalam lampiran 2 dapat diketahui bahwa secara parsial variabel kesempatan investasi yang diproksikan oleh *sales growth* saja yang tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, sedangkan variabel MVEBVE



dan MVABVA memiliki pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Sedangkan secara simultan ketiga variabel dari kesempatan investasi tersebut secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, hal ini dapat dilihat dari F hitung sebesar 4.481 yang lebih besar dari F tabel sebesar 2.409 dan tingkat signifikansi 0.007 yang lebih rendah dari taraf signifikansi pada  $\alpha=0.05$ .

Pengujian terhadap variabel *sales growth* menunjukkan arah yang positif dan secara parsial tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian dalam mengambil kebijakan pembayaran dividen tidak mempertimbangkan tingkat pertumbuhan penjualan atau *sales growth*.

Pengujian terhadap variabel MVEBVE menunjukkan arah yang positif dan secara parsial berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Kenaikan pembayaran dividen mungkin akan diikuti kenaikan harga saham. Hal ini sesuai dengan teori Lintner (1956) bahwa perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan, karena penurunan dividen akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana atau kesulitan dana). Keengganan menurunkan besarnya dividen ini disebabkan oleh karena biasanya investor menganggap bahwa penurunan dividen sebagai tanda bahwa perusahaan sedang mengalami kesulitan dana (*the signalling role of dividends*). Banyak penelitian menunjukkan bahwa dividen yang naik sering dikaitkan dengan naiknya harga saham. Sementara penurunan dividen secara umum menunjukkan bahwa harga saham turun. Fenomena ini terjadi karena informasi bagi investor

tentang kondisi perusahaan sangat terbatas. Sehingga salah satu cara yang mereka gunakan untuk mengetahui kondisi perusahaan dengan melihat naik turunnya dividen.

Pengujian terhadap variabel MVABVA menunjukkan arah yang negatif dan secara parsial berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Menurut Sartono (2001), perusahaan dengan proporsi aktiva tetap yang tinggi secara teoritik dapat menggunakan utang yang tinggi. Ini disebabkan karena tingginya aktiva tetap akan memudahkan dijadikan jaminan (*collateral*) dalam pengajuan utang. Dengan adanya utang yang besar maka ada biaya besar pula yang harus dikeluarkan yaitu biaya untuk bunga dan angsuran. Dengan demikian perusahaan yang memiliki biaya finansial yang tinggi tidak akan membayar dividen yang tinggi pula.

Dari hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian, dalam mengambil kebijakan dividen mempertimbangkan kesempatan investasi karena ternyata kesempatan investasi memiliki pengaruh yang signifikan. Hasil ini sesuai dengan penelitian-penelitian terdahulu yaitu Subekti (2000), Sartono (2001) dan Hamidi (2003). Sehingga teori kesempatan investasi yang mereka ajukan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen dan dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan diIndonesia khususnya perusahaan manufaktur.

#### 4.5 Pengujian Secara Simultan (Uji F)

Pengujian secara simultan dilakukan dengan menggunakan statistik uji F (F tes). Pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian secara bersama-sama mampu menjelaskan volalitas variabel dependen. Dalam penelitian ini pengujian dilakukan untuk mengetahui apakah variabel investor institusional, resiko pasar dan kesempatan investasi secara bersama-sama mampu menjelaskan volalitas *dividend payout ratio*.

Dari hasil analisa terhadap hipotesis yang diajukan maka dapat dikatakan bahwa semua variabel yaitu variabel biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dapat dipakai sebagai instrumen kebijakan pembayaran dividen. Hal tersebut didasari hasil F hitung pada tabel 4.3 diketahui bahwa nilai F hitung sebesar 2.782 dan tingkat signifikan sebesar 0.028. Nilai F tabel sebesar 2.417. Dengan demikian F hitung lebih besar dari F tabel dan tingkat signifikansi 0.028 lebih rendah dari taraf signifikansi pada  $\alpha=0.05$ . Ini berarti secara bersama-sama semua variabel independen (investor insitusional, beta, *sales growth*, MVEBVE, MVABVA) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen (*dividend payout ratio*).

Dari tabel 4.3 yang dapat diketahui bahwa nilai koefisien determinasi sebesar 0.232 ( $R^2 = 0.232$ ). Nilai ini menunjukkan bahwa 23.2% perubahan variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen. Dalam penelitian ini berarti 23.2% perubahan rasio pembayaran dividen mampu dijelaskan oleh faktor-faktor yang mempengaruhi biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan

investasi. Sedangkan sisanya sebesar 76.8% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dimasukkan didalam model penelitian. Hal ini menunjukkan bahwa masih banyak faktor-faktor lain diluar faktor-faktor biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi yang berpengaruh terhadap penentuan besarnya rasio pembayaran dividen.

## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Dari hasil pengujian pertama yang telah dilakukan untuk mendeteksi ada tidaknya pelanggaran asumsi klasik yang meliputi: multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas dapat disimpulkan tidak terdapat pelanggaran asumsi klasik sehingga hasil penelitian ini tidak menjadi bias.
2. Berdasarkan uji pengaruh bersama dari regresi berganda, diperoleh nilai F hitung yang cukup signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan regresi antara *dividend payout* dengan seperangkat variabel biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi. Hasil uji F ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fauzan (2002).
3. Dari tiga hipotesis yang diajukan, hanya satu yang dapat diterima yaitu hipotesis yang ketiga yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen.
4. Hasil pengujian dengan uji t menunjukkan bahwa variabel *Agency Cost* tidak berpengaruh terhadap *dividen payout ratio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel *agency cost* sebagai proksi dari biaya keagenan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen yang dibuat oleh

perusahaan. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Ariyani (2001), Fauzan (2002). Variabel Beta tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel Beta sebagai salah satu proksi dari biaya keagenan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen yang dibuat oleh perusahaan. Hasil pengujian ini tidak konsisten dengan penelitian dari Simodibroto (2003), Fauzan (2002), Ariyani (2001).

5. Variabel kesempatan investasi yang diproksikan oleh *sales growth*, MVEBVE, MVABVA secara simultan mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen yang dibuat oleh perusahaan. Sedangkan secara parsial hanya variabel *sales growth* saja yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel MVEBVE dan MVABVA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Dari pengujian yang dilakukan secara simultan, variabel kesempatan investasi mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Hamidi (2003) dan Subekti (2000).

## **5.2 Saran dan Implikasi**

Berdasarkan kesimpulan diatas, salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam kebijakan dividen adalah variabel kesempatan investasi artinya, perusahaan akan banyak membutuhkan dana untuk perusahaan yang mengalami pertumbuhan dan sebaiknya perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi perlu menentukan dividen yang rendah agar tidak terjadi

pemotongan dividen pada saat perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan karena penurunan dividen akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana atau kesulitan dana).

Hendaknya pada penelitian yang akan datang mengembangkan variabel-variabel lain yang mempengaruhi kebijakan dividen karena berdasarkan hasil analisa dalam penelitian ini, nilai  $R^2$  yang kecil (23.2%) menunjukkan masih terdapat variabel lain yang mempengaruhi *dividend payout* (kebijakan dividen). Penelitian dapat pula memperpanjang periode penelitian dan menambah sampel sehingga bisa diperoleh hasil yang lebih baik lagi.

### **5.3 Keterbatasan Penelitian**

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan gambaran tentang hubungan biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi terhadap rasio pembayaran dividen. Meskipun demikian, penelitian ini tidak lepas dari keterbatasan-keterbatasan, diantaranya:

1. Sampel yang diambil adalah perusahaan Manufaktur saja, karena untuk menghindari adanya keragaman dari berbagai sektor industri yang ada di Bursa Efek Jakarta yang tentunya mempunyai peraturan-peraturan yang berbeda, sehingga sampel yang diperoleh sedikit.
2. Dengan diambilnya sampel yang terbatas hanya pada perusahaan manufaktur, sehingga hasil penelitian ini kurang dapat digeneralisir untuk semua perusahaan.

3. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, sehingga peneliti tidak bisa mengendalikan dan mengawasi kemungkinan kesalahan dalam perhitungan.



## DAFTAR PUSTAKA

- ✓ Ariyani, Ni luh G, *Analisa Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Dividen*, Tesis, Fakultas Ekonomi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 2001.
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F, *Manajemen Keuangan*, Edisi kedelapan, Buku 2, Penerbit Erlangga, Jakarta, 2001.
- Fauzan, Hubungan Biaya Keagenan, *Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Deviden*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 1 No. 2, September 2002.
- Halim, Abdul, *Analisis Investasi*, Edisi Pertama, Salemba Empat, Jakarta, 2003.
- \_\_\_\_\_, Dkk, *Sistem Pengendalian Manajemen*, Edisi Revisi, AMP YKPN, Yogyakarta, 2000.
- Hamidi, Masyhuri, *Internal Cashflows, Insider ownership, Investment Opportunity, dan Capital Expenditures: Suatu Pengujian Terhadap Hipotesis Pecking Order dan Manajerial*, Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia, Vol. 18 No. 3, 2003.
- Husnan, Suad dan Pudjiastuti, Enny, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP YKPN, Yogyakarta, 1994.
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, 1998.

- Martono & Harjito, A., D., *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi UII, Yogyakarta, 2001.
- Sartono, Agus, *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Deviden: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*, Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 2 No. 6, 2001.
- Simodibroto, Kuntarto, *Analisis Hubungan Antara Hutang, Tingkat Pertumbuhan Revenue dan Beta Perusahaan Terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan Pada Saat Sebelum Krisis Moneter (Periode 1997-1996) dan Pada Saat Semasa Krisis Moneter (Periode 1997-2000)*, Tesis, Fakultas Ekonomi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 2003.
- ✓ Subekti, Imam, *Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, Vol. 2 No. 1, 2001.
- Tandelilin, Eduardus, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta, Yogyakarta, 2001.
- Utami, Retno, *Pengaruh Pengumuman Deviden Terhadap Return dan Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Muhammadiyah Yogyakarta, Yogyakarta, 2003.
- Wulandari, Denny, *Indikasi Manajemen Laba Menjelang Undang-Undang Perpajakan 2000 Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional, Yogyakarta, 2004.

## LAMPIRAN

# LAMPIRAN 1

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Ptmp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invst Inst.	
1	PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.	1999									
		2000	14000	13162473	2.17244E+11	3.41018E+11	1.23774E+11	4.10793E+11	17.11%	75.3	
		2001	35000	13162473	3.48705E+11	5.13597E+11	1.64892E+11	7.93652E+11	17.13%	90.99	
2	PT. Delta Djakarta Tbk.	2002	37500	13162473	3.24629E+11	5.45394E+11	2.20765E+11	1.0219E+12	17.12%	90.99	
		1999									
		2000	7400	16013181	1.69665E+11	3.86524E+11	2.1686E+11	211618	13.97%	82	
3	PT. Fast Food Indonesia Tbk.	2001	7600	16013181	89753000000	3.46404E+11	2.56651E+11	306073	14.35%	84.6	
		2002	8200	16013181	84453000000	3.79537E+11	2.95084E+11	277637	14.29%	84.6	
		1999									
4	PT. Sukses Makmur Tbk.	2000	950	446250000	1.03767E+11	1.86774E+11	83007000000	349450	18.79%	97	
		2001	775	446250000	1.06266E+11	2.10261E+11	1.03995E+11	422698	18.96%	80	
		2002	900	446250000	1.07644E+11	2.44381E+11	1.36737E+11	593904	18.96%	80	
5	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk.	1999									
		2000	775	9156000000	9.49592E+12	1.25546E+13	3.05871E+12	11548599	25.51%	61.08	
		2001	625	9156000000	9.41752E+12	1.29791E+13	3.56158E+12	12702239	30.67%	48	
6	PT. Sari Husada Tbk.	2002	600	9384900000	1.15888E+13	1.52515E+13	3.6627E+12	14644598	32.74%	51.89	
		2000	34000	3520012	2.18497E+11	4.33607E+11	2.15109E+11	16466285			
		2001	21000	21070000	2.2585E+11	5.17775E+11	2.91925E+11	407248	18.37%	83.37	
6	PT. Sari Husada Tbk.	2002	27500	21070000	1.92098E+11	4.75039E+11	2.82941E+11	508249	82.61%	83.37	
		1999						569921	76.72%	92.27	
		2000	4500	183523172	85123000000	5.42867E+11	4.57744E+11	542394			
6	PT. Sari Husada Tbk.	2001	9250	183523172	1.16633E+11	7.96532E+11	6.79899E+11	428771		80.8	
		2002	10000	183352433	97981000000	9.3552E+11	8.37539E+11	606242		80.8	
								932942	40.00%	80.8	

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pmp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invest Inst.
7	PT. Siantar Top Tbk.	1999 2000 2001 2002	1450 270 260	247000000 262000000 1310000000	1.23474E+11 1.65099E+11 2.01135E+11	3.40257E+11 4.0406E+11 4.70452E+11	2.16783E+11 2.39051E+11 2.69316E+11	236196 434448 5184463 627774		72.51 71.78 71.78
8	PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Co.	1999 2000 2001 2002	1175 700 600	385117600 1925588000 1925588000	2.30588E+11 4.63772E+11 4.92338E+11	7.07021E+11 9.70601E+11 1.01607E+12	4.76433E+11 5.06829E+11 5.25735E+11	255032 323527 478403 408794		36.45 66.29 45.01
9	PT. BAT Indonesia Tbk.	1999 2000 2001 2002	12100 6300 8950	66000000 66000000 66000000	4.30947E+11 3.27675E+11 2.91905E+11	8.12466E+11 7.30886E+11 6.9644E+11	3.81519E+11 4.03211E+11 4.04535E+11	1015354 874202 713986 688648		40.20% 46.55% 11.17%
10	PT. Gudang Garam Tbk.	1999 2000 2001 2002	13000 8650 8300	1924088000 1924088000 1924088000	4.73208E+12 5.24993E+12 5.743E+12	1.08432E+13 1.34481E+13 1.54527E+13	6.11111E+12 8.19819E+12 9.7097E+12	12694605 14964674 17970450 20939084		77.76 73.87 73.86
11	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	1999 2000 2001 2002	14900 3200 3700	928000000 4500000000 4500000000	4.70295E+12 5.30897E+12 4.61618E+12	8.52482E+12 9.47054E+12 9.81707E+12	3.82186E+12 4.16157E+12 5.20089E+12	10029401 14066515 15128664		160.17 11.78% 13.46
12	PT. Eratex Djaja Limited Tbk.	1999 2000 2001 2002	425 420 200	98236000 98236000 98236000	4.49154E+11 3.89075E+11 3.45938E+11	5.14988E+11 4.58933E+11 4.18678E+11	65834000000 69908000000 73080000000	347991 451287 500693 363803		74.4 82.42 75.61

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pnnp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Perj Netto	DP/Out	Invst Inst.
13	PT. Evershine Textile Industry Tbk	1999 2000 2001 2002		250 320 300	2015208720 2015208720 2015208720	4.41141E+11 3.49602E+11 2.76119E+11	8.02911E+11 7.41159E+11 6.64935E+11	3.61771E+11 3.91557E+11 3.88816E+11	535760 529779 417869	80.55 80.55 72.59
14	PT. Pan Brother Tex Tbk.	1999 2000 2001 2002		1300 950 2000	76800000 76800000 76800000	70101000000 97438000000 67458000000	1.15784E+11 1.58528E+11 1.40844E+11	45683000000 61090000000 73386000000	167697 241769 287978	21 21 53.21
15	PT. Sepatu Bata Tbk.	1999 2000 2001 2002		12200 14000 15000	13000000 13000000 13000000	83424000000 81175000000 60931000000	2.07844E+11 2.22913E+11 2.10082E+11	1.2442E+11 1.41738E+11 1.4915E+11	368042 407232 411028	85.3 80.6 80.6
16	PT. Tirta Mahakam Plywood Industry Tbk.	1999 2000 2001 2002		190 150 125	624000000 624000000 624000000	1.67611E+11 2.17277E+11 2.76704E+11	2.80096E+11 3.36353E+11 4.03386E+11	1.12485E+11 1.19075E+11 1.26682E+11	320457 383921 380047	65.58 64.78 64.78
17	PT. Lautan Luas Tbk.	1999 2000 2001 2002		405 240 180	780000000 780000000 780000000	3.54026E+11 3.72906E+11 5.05587E+11	7.00431E+11 7.32821E+11 9.02286E+11	3.48405E+11 3.89915E+11 3.96699E+11	820805 1039517 1113638	66.67 66.67 66.67
18	PT. Unggul Indah Cahaya Tbk.	1999 2000 2001 2002		1200 1400 1350	383331363 383331363 383331363	1.34172E+12 1.40713E+12 1.06899E+12	2.04858E+12 2.21146E+12 1.85563E+12	6.73432E+11 8.04336E+11 7.86544E+11	1603750 1880269 1540879	63.28 73.38 63.74

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pmp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DP/Out	Invst Inst.
19	PT. Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	1999 2000 2001 2002	575 400 220	125945820 125945820 125945820	30035000000 21231000000 15714000000	1.37239E+11 1.31619E+11 1.25604E+11	1.05893E+11 1.10388E+11 1.0989E+11	64722 63799 79163 58302 92973	57.84% 58.89% 58.89%	57.84 58.89 58.89
20	PT. Ekadharna Tape Industry Tbk.	1999 2000 2001 2002	700 450 500	44721600 44721600 44721600	14520000000 13187000000 9921000000	58399000000 59710000000 58491000000	43879000000 46523000000 48570000000	82040 80344 76514 91722	55.03% 67.35% 53.89%	72.8 72.8 79.08
21	PT. Intan Wijaya Internasional Tbk.	1999 2000 2001 2002	675 405 275	101200000 126500000 168666667	28875000000 22296000000 25417000000	1.51811E+11 1.62305E+11 1.6406E+11	1.22937E+11 1.40009E+11 1.38643E+11	79187 100389 84970 116377	26.21% 28.58% 34.02%	68.73 68.73 95.97
22	PT. Bertina Tbk	1999 2000 2001 2002	1025 975 1375	690000000 690000000 690000000	67172000000 98817000000 1.16487E+11	1.64391E+11 2.11662E+11 2.59311E+11	97219000000 1.12846E+11 1.42824E+11	156837 211670 225911 196813	43.95% - - -	74.73 79.82 74.76
23	PT. Dynaplast Tbk	1999 2000 2001 2002	750 490 850	299719440 299719440 302594440	1.84643E+11 2.29496E+11 2.08069E+11	4.02782E+11 4.80699E+11 5.26788E+11	2.18139E+11 2.51203E+11 3.18719E+11	307882 383641 446215 229194	45.19% 38.73% -	63.12 45.25 63.12
24	PT. Igar Jaya Tbk.	1999 2000 2001 2002	100 65 85	1050000000 1050000000 1050000000	1.25036E+11 1.45459E+11 1.15614E+11	2.28648E+11 2.50481E+11 2.37577E+11	1.03609E+11 1.05021E+11 1.21962E+11	289378 329410 390586	39.93% 26.15% 17.01%	51.13 51.13 51.13

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pmp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invst Inst.
25	PT. Semen Gresik (persero) Tbk.	1999						3091660		
		2000	5600	593152000	4.49827E+12	7.50282E+12	2.98125E+12	3596410	40.00%	76.54
		2001	5500	593152000	5.60146E+12	8.76308E+12	3.16161E+12	4659202	50.00%	76.54
26	PT. Citra Tubindo Tbk.	2002	8150	593152000	3.66759E+12	6.93924E+12	3.27165E+12	5177273	-	76.46
		1999						160382		
		2000	9600	80000000	70634000000	6.34823E+11	5.64189E+11	5.64189E+11	207189	-
27	PT. Lion Metal Works Tbk.	2001	7900	80000000	88223000000	1.02532E+12	6.26792E+11	406726	534.86%	71.38
		2002	8000	80000000	1.3092E+11	6.63952E+11	5.33032E+11	373834	718.35%	63.78
		1999						41381		
28	PT. Tembaga Mulia Semanan Tbk.	2000	575	52016000	20919000000	1.04719E+11	83800000000	59093	79.67%	68.81
		2001	600	52016000	14348000000	1.00719E+11	85751000000	66834	26.61%	57.88
		2002	750	52016000	13757000000	1.06263E+11	94506000000	83535	30.66%	57.88
29	PT. Komatsu Indonesia Tbk.	1999						519137		
		2000	2700	3367000	4.37475E+11	5.09855E+11	72380000000	763549	20.72%	78.25
		2001	4000	18367000	5.30377E+11	6.139E+11	89524000000	1039916	9.47%	83.7
30	PT. Astra Graphia Tbk.	2002	1800	18367000	4.60515E+11	5.69271E+11	1.08756E+11	953103	8.72%	84.84
		1999						549606		
		2000	1025	385560000	47414000000	5.86546E+11	5.39132E+11	862349	27.29%	73.41
2001	2002	825	385560000	63997000000	6.19645E+11	5.55648E+11	615893	27.24%	80.49	
		800	385560000	75132000000	6.69205E+11	5.94073E+11	872145	-	83.93	
		1999						1340300		
2000	2001	420	1306875000	6.43539E+11	8.51558E+11	2.15492E+11	634622	-	79.09	
		360	1306875000	5.93659E+11	8.37637E+11	2.43978E+11	713380	-	78.79	
		275	1315871000	4.03839E+11	7.22881E+11	3.19042E+11	829488	0.20%	78.79	



No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pnfp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invest Inst.
31	PT. Multi Polar Corporation Tbk.	1999 2000 2001 2002		355 1871768000 245 1871768000 170 1871768000	5.18297E+11 5.87269E+11 7.26099E+11	1.5089E+12 1.61421E+12 1.77239E+12	9.90607E+11 1.02694E+12 1.04629E+12	239885 375884 578863 501441 1560279	- - - -	50.13 99.37 99.4
32	PT. Astra Otoparts Tbk.	1999 2000 2001 2002		1825 1225 1400	1.20372E+12 9.38458E+11 7.84417E+11	1.77778E+11 1.76787E+12 1.83151E+12	5.6406E+11 8.2941E+11 1.04709E+12	2101172 2097454 2063493 535114	0.19% 0.25%	87.31 87.31 87.31
33	PT. Goodyear Indonesia Tbk.	1999 2000 2001 2002		6000 4900 4350	1.55052E+11 1.31349E+11 1.15288E+11	4.06151E+11 3.90074E+11 3.85548E+11	2.511E+11 2.58725E+11 2.7026E+11	515664 593046 563247 349929	11.01% 41.96% 37.38	85 85 85
34	PT. Hexindo Perkasa Tbk.	1999 2000 2001 2002		925 700 395	2.87972E+11 4.15527E+11 4.61046E+11	4.01986E+11 5.69402E+11 6.38784E+11	1.14014E+11 1.53875E+11 1.77738E+11	368375 489128 507874 258767	11.00% 0.70% 34.00%	89.79 84.5 84.21
35	PT. Intraco Penta Tbk	1999 2000 2001 2002		340 250 240	4.18303E+11 6.00037E+11 5.42772E+11	5.18209E+11 7.1355E+11 6.70556E+11	99906000000 1.13513E+11 1.27784E+11	318487 546599 499447 359362	30.00% 9.14%	76.3 76.25 76.27
36	PT. Selamat Sampoerna Tbk.	1999 2000 2001 2002		2000 1800 1450	2.38553E+11 2.35919E+11 2.35519E+11	5.29837E+11 5.67043E+11 5.83627E+11	2.91284E+11 3.31125E+11 3.48119E+11	502848 565090 603355	25.08% 42.78% 96.86%	68.02 69.93 69.93

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Pnjp Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invest Inst.
37	PT. Tunas Ridean Tbk.	1999						734244		
		2000	1125	279000000	5.16999E+11	8.00269E+11	2.8327E+11	2063187	80.82%	77.9
		2001	225	1395000000	7.50329E+11	1.11301E+12	3.62679E+11	2350738	19.32%	88.93
		2002	285	1395000000	5.90418E+11	1.11127E+12	4.20848E+11	2444867	30.36%	81.87
38	PT. United Tractor Tbk.	1999						3828048		
		2000	425	1545600000	4.88116E+12	5.45004E+12	5.68885E+11	5193532	-	63.9
		2001	360	1545600000	5.64921E+12	6.46419E+12	8.14974E+11	7058396	-	58.93
		2002	305	1545600000	4.99863E+12	6.09643E+12	1.09781E+12	6881887	-	59.53
39	PT. Bayer Indonesia Tbk.	1999						669380		
		2000	4300	4648200	2.46465E+11	4.43369E+11	1.96905E+11	901253	13.83%	91.03
		2001	3400	4648200	3.3213E+11	5.37562E+11	2.05432E+11	972671	49.89%	91.03
		2002	4100	4648200	3.12763E+11	6.49833E+11	3.3707E+11	1089902	5.49%	91.03
40	PT. Dankos Laboratories Tbk.	1999						376030		
		2000	550	893025000	3.21252E+11	4.81812E+11	1.6056E+11	531845	39.21%	89.5
		2001	460	893025000	3.67048E+11	5.68511E+11	2.01464E+11	763624	30.25%	71.46
		2002	400	893025000	3.83222E+11	6.60949E+11	2.77727E+11	1065422	19.17%	76.78
41	PT. Merck Tbk.	1999						125831		
		2000	7450	22400000	32829000000	1.29685E+11	96856000000	183810	-	74
		2001	10500	22400000	35226000000	1.6272E+11	1.27494E+11	224074	13.77%	74
		2002	10000	22400000	23093000000	1.72336E+11	1.49243E+11	220918	0.06%	81.39
42	PT. Tempo Scan Pacific Tbk.	1999						1331508		
		2000	3075	450000000	3.75023E+11	1.42831E+12	1.05329E+12	1451646	19.41%	66.04
		2001	3250	450000000	3.93343E+11	1.66393E+12	1.27058E+12	1785230	56.80%	74.4
		2002	4125	450000000	3.92963E+11	1.81654E+12	1.42357E+12	1959435	56.91%	80.97

No	Nama Perusahaan	Tahun	Harga Prib Shm	Jml Shm Beredar	Hutang	Total Asset	Total Ekuitas	Total Penj Netto	DPOut	Invst lnst.
43	PT. Mandom Indonesia Tbk.	1999						372238		
		2000	2900	156000000	92117000000	3.33582E+11	2.41465E+11	465547	44.13%	68.03
		2001	2100	156000000	92713000000	3.57575E+11	2.64862E+11	527633	-	38.03
		2002	1500	156000000	52536000000	3.56007E+11	3.03471E+11	582748	40.27%	77.62
44	PT. Mustika Ratu Tbk.	1999						150957		
		2000	1350	107000000	50676000000	2.784E+11	2.27725E+11	194280	51.04%	80.38
		2001	1250	107000000	45982000000	2.95031E+11	2.49049E+11	228266	74.74%	80.38
		2002	360	107000000	51389000000	2.91549E+11	2.4016E+11	252977	75.34%	80.38
45	PT. Unilever Indonesia Tbk.	1999						4167393		
		2000	12500	763000000	8.28078E+11	2.25364E+12	1.42556E+12	4870972	64.74%	85
		2001	16350	763000000	9.53826E+11	2.68203E+12	1.7202E+12	6012611	30.11%	85
		2002	18200	763000000	1.07211E+12	3.09185E+12	2.01975E+12	7015181	39.00%	85

## LAMPIRAN 2

### Descriptives

**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Dividends Payout Ratio	52	,0011	,7967	,309613	,1929649
Beta	52	,9530	3,1730	2,198788	,6917538
Agency Cost	52	,4525	,9597	,750577	,1167020
Sales Growth	52	-,2858	,7162	,137993	,2021931
MVEBVE	52	,0565	,9447	,517671	,2252136
MVABVA	52	,3084	,9791	,729841	,1808290
Valid N (listwise)	52				

### Regression

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MVABVA, Agency Cost, Beta, Sales Growth, <sup>a</sup> MVEBVE		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,482 <sup>a</sup>	,232	,149	,1780411	2,106

a. Predictors: (Constant), MVABVA, Agency Cost, Beta, Sales Growth, MVEBVE

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

## ANOVA

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.441	5	.088	2.782	.028 <sup>a</sup>
	Residual	1.458	46	.032		
	Total	1.899	51			

a. Predictors: (Constant), MVABVA, Agency Cost, Beta, Sales Growth, MVEBVE

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

## Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	0.743	0.209		3.556	0.001
Beta	-1.04E-02	0.037	-0.037	-0.281	0.78
Agency Cost	-0.188	0.226	-0.114	-0.832	0.41
Sales Growth	1.98E-02	0.132	0.021	0.15	0.881
MVEBVE	0.343	0.152	0.4	2.257	0.029
MVABVA	-0.616	0.19	-0.577	-3.243	0.002

## Coefficients

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
(Constant)		
Beta	0.942	1.061
Agency Cost	0.892	1.121
Sales Growth	0.874	1.144
MVEBVE	0.531	1.882
MVABVA	0.527	1.898

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

Residuals Statistics<sup>a</sup>

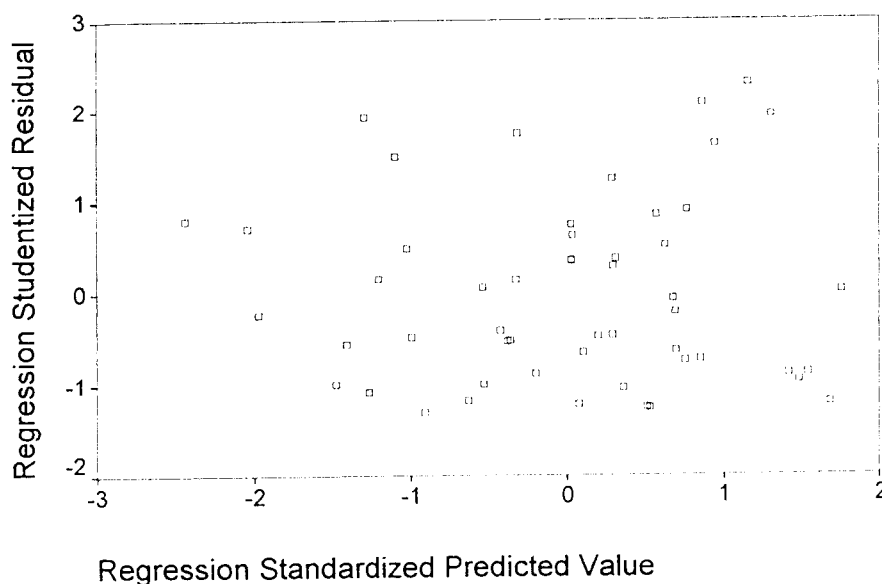
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	.082928	.472494	.309613	.0929760	52
Std. Predicted Value	-2.438	1.752	.000	1.000	52
Standard Error of Predicted Value	.0383287	.0910355	.0590158	.0133450	52
Adjusted Predicted Value	.042832	.496942	.308978	.0983303	52
Residual	-.223613	.379458	.000000	.1690885	52
Std. Residual	-1.256	2.131	.000	.950	52
Stud. Residual	-1.307	2.310	.002	1.008	52
Deleted Residual	-.242120	.445929	.000635	.1908914	52
Stud. Deleted Residual	-1.317	2.431	.009	1.025	52
Mahal. Distance	1.383	12.353	4.904	2.720	52
Cook's Distance	.000	.156	.022	.032	52
Centered Leverage Value	.027	.242	.096	.053	52

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

## Charts

## Scatterplot

Dependent Variable: Dividends Payout Ratio



## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Beta <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.044 <sup>a</sup>	.002	-.018	.1946949

a. Predictors: (Constant), Beta

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.004	1	.004	.098	.756 <sup>a</sup>
	Residual	1.895	50	.038		
	Total	1.899	51			

a. Predictors: (Constant), Beta

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.337	.091		3.710	.001
	Beta	-1.23E-02	.039	-.044	-.313	.756

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

## Regression

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Agency Cost <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.216 <sup>a</sup>	.047	.028	.1902787

a. Predictors: (Constant), Agency Cost

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.089	1	.089	2.450	.124 <sup>a</sup>
	Residual	1.810	50	.036		
	Total	1.899	51			

a. Predictors: (Constant), Agency Cost

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.578	.173		3.333	.002
	Agency Cost	-.357	.228	-.216	-1.565	.124

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio



## Regression

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MVABVA, Sales Growth, MVEBVE <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.468 <sup>a</sup>	.219	.170	.1758054

a. Predictors: (Constant), MVABVA, Sales Growth, MVEBVE

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.415	3	.138	4.481	.007 <sup>a</sup>
	Residual	1.484	48	.031		
	Total	1.899	51			

a. Predictors: (Constant), MVABVA, Sales Growth, MVEBVE

b. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.582	.103		5.644	.000
	Sales Growth	4.108E-02	.126	.043	.325	.747
	MVEBVE	.385	.142	.449	2.704	.009
	MVABVA	-.654	.182	-.613	-3.585	.001

a. Dependent Variable: Dividends Payout Ratio