

**PENGARUH AGENCY COST TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN  
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN GO PUBLIC  
DI BURSA EFEK JAKARTA**



SKRIPSI

Oleh:

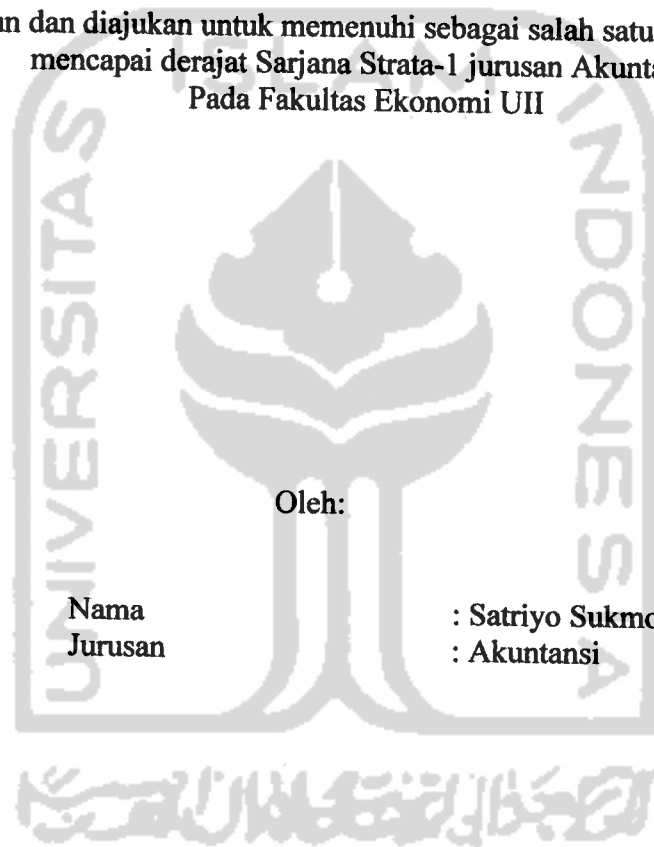
Nama : Satriyo Sukmono Aji  
No Mahasiswa : 02312054

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2006**

**PENGARUH AGENCY COST TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN  
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN GO PUBLIC  
DI BURSA EFEK JAKARTA**

**SKRIPSI**

Disusun dan diajukan untuk memenuhi sebagai salah satu syarat untuk  
mencapai derajat Sarjana Strata-1 jurusan Akuntansi  
Pada Fakultas Ekonomi UII



Oleh:

Nama  
Jurusan

: Satriyo Sukmono Aji  
: Akuntansi

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
YOGYAKARTA  
2006**

### **PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME**

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

Yogyakarta, 12 Januari 2006

Penyusun

(Satriyo Sukmono Aji)

**PENGARUH AGENCY COST TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN  
PERUSAHAAN-PERUSAHAAN GO PUBLIC  
DI BURSA EFEK JAKARTA**

Hasil Penelitian



diajukan oleh

Nama : Satriyo Sukmono Aji  
Nomor Mahasiswa : 02312054  
Jurusan : Akuntansi

Telah disetujui oleh Dosen Pembimbing  
Pada tanggal.....  
Dosen Pembimbing

*Ace y Diji 7/1/2006*

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Neni Meidawati'. The signature is fluid and cursive, written over a horizontal line.

(Neni Meidawati, Dra, Msi, Ak)

**BERITA ACARA UJIAN SKRIPSI**

**SKRIPSI BERJUDUL**

**PENGARUH AGENCY COST TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN PERUSAHAAN-  
PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK JAKARTA**

Disusun Oleh: **SATRIO SUKMONO AJI**  
Nomor mahasiswa: 02312054

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji dan dinyatakan **LULUS**  
Pada tanggal : 16 Februari 2006

Pembimbing Skripsi/Penguji : Dra. Neni Meidawati, M.Si, Ak

Penguji : Drs. Sugeng Indardi, MBA

Mengetahui  
Dekan Fakultas Ekonomi  
Universitas Islam Indonesia



Drs. Suwarsono, MA

## HALAMAN PERSEMBAHAN

**“ Dengan mengucap puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat, taufik, dan hidayah-Nya skripsi ini kupersembahkan kepada :**

- ❖ **Ayahhanda tercinta Suwondo**
- ❖ **Ibunda tersayang Siti Asia A.N, BA**
- ❖ **Adik-adikku terkasih Agustina Mahardika dan Asmara Ratna Juwita**
- ❖ **Keluarga besar di Metro, Blora, dan Solo**
- ❖ **Pendukung setiaku “Si-Non”**
- ❖ **Keluarga besar Susanto, BE.**
- ❖ **Seluruh teman-temanku yang tidak dapat saya sebut satu persatu**

**MOTTO**

**“HARI INI HARUS LEBIH BAIK DARI HARI KEMARIN”**



## KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr.Wb.

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat-Nya, melimpahkan segala karunia, taufik, dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini yang merupakan syarat untuk memperoleh gelar kesarjanaan pada Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Islam Indonesia.

Adapun dalam penyusunan skripsi ini penulis menyadari bahwa apa yang telah di sajikan masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu bimbingan, saran serta pengarahan dari semua pihak sangat penulis harapkan demi tercapainya penulisan yang lebih baik.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada pihak-pihak yang telah membantu baik atas bimbingan, bantuan, dorongan, maupun doa dan kasih sayang selama proses penyusunan skripsi ini :

1. Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Bapak Drs. Soewarsono Muhamad, MA.
2. Ibu Dra Neni Meidawati, Msi, Ak. selaku dosen pembimbing skripsi yang telah memberikan pengarahan, kemudahan dan dengan penuh kesabaran membantu penulis dalam proses penyusunan skripsi ini.



3. Pak Supriyono Staf Jurusan yang telah banyak membantu dalam pengurusan administrasi dan memberi semangat yang sangat berarti bagi penulis.
4. Seluruh staf pengajar dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia
5. Ayah dan Ibu tercinta atas doa, perhatian, kasih sayang dan dorongan semangat yang tak henti-hentinya untuk ananda “ Papa, jangan putus asa cobaan pasti akan berlalu, Mama engkau adalah ibu yang tak kenal lelah dalam berjuang” semoga ini bisa membuat kalian bahagia!!
6. Iin adikku “ kamu harus buktikan bahwa kamu bisa!! Jadilah seorang yang handal dan jangan manja serta Ita adikku yang manis “capailah cita-citamu menjadi seorang dokter” demi membahagikan orang tuamu.
7. Pak Santo dan Ibu terimakasih atas dukungan dan semangatnya “Rio sangat menghargai itu”
8. Sahabat sejatiku “fifin” terimakasih atas kesabaran, dorongan, semangat dan perhatianmu selama ini, cepat selesai skripsimu ya!!! Bersama kita wujudkan impian dan cita-cita kita bersama.
9. Teman-temanku seperjuangan (Dikka, Debrian, Adit, Hafid, Obonk & Tommy, Galuh, Ray, Pindy, Tatik, Mahendra, Budi). Pind thanks ya buat buku-buku dan catatannya, sukses buat kita semua, amien!.
10. Anak-anak Butterpot Band & Management (Ewin, Elman, Yoga). Jok thanks ya buat bantuanmu selama ini. Sahabat-sahabat butterpot (Epan

WhyNot, Pitra sang additional, Badrus, Anggi, mas Budi, Arda) “with you, all memories that me’he.

11. Anak-anak Roti Bakar JABUNG (Arief, Gamal, Nanoenk, Dani). Spesial thanks buat Mas Sing gih “buat nasihat dan inspirasinya”.
12. Anak-anak kos meranti makasih buat pengertian dan dorongannya, berkat semangat dari kalian akhirnya skripsiku selesai juga.
13. Anak-anak KKN Ekstensi Kalipentung (Yaya, Indra, Hensen, Nia, Erly, Evi, Arief, Awan, Yunita, Wewy, Nasori dan Hendra) tetap pertahankan persaudaraan kita sampai tua.
14. Semua pihak yang telah berjasa bagi penulis dalam penyusunan skripsi ini dan dalam kehidupan penulis selama ini yang belum dapat penulis sebutkan.

Dengan segala rahmat dan ridha-Nya penulis berharap semoga laporan tugas akhir ini dapat memberikan manfaat bagi kita semua dan pihak-pihak yang membutuhkannya.

Yogyakarta, 12 Januari 2006

Penulis

Satriyo Sukmono Aji

## DAFTAR ISI

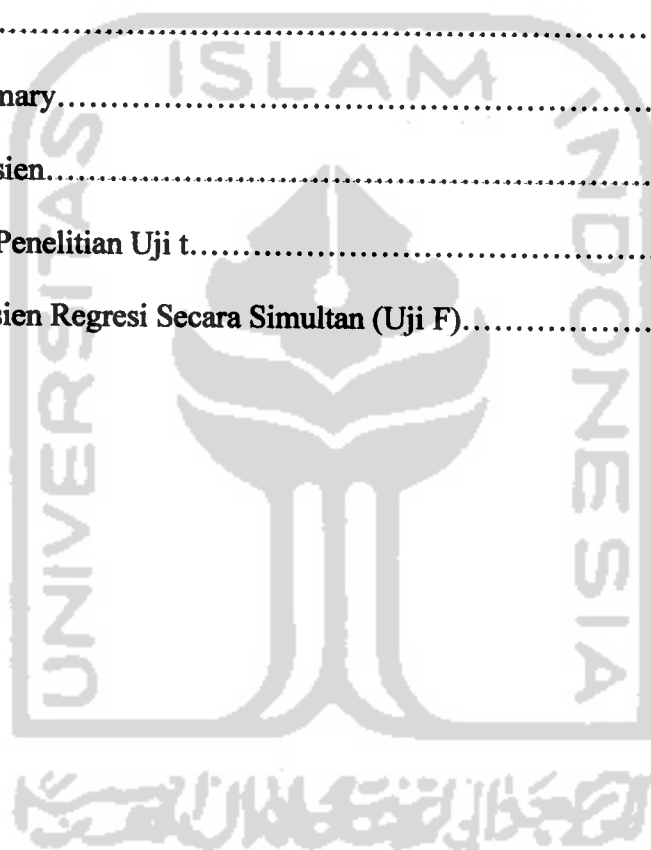
	Halaman
Halaman Judul.....	ii
Halaman Bebas Plagiarisme.....	iii
Halaman Pengesahan.....	iv
Halaman Pesembahan.....	v
Motto.....	vi
Kata Pengantar.....	vii
Daftar Isi.....	x
Daftar Tabel.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
Abstrak.....	xv
 <b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	6
1.3 Pembatasan Masalah.....	7
1.4 Tujuan Penelitian.....	7
1.5 Manfaat Penelitian.....	8
1.6 Sistematika Pembahasan.....	8
 <b>BAB II KAJIAN PUSTAKA</b>	
11.1 Teori Keagenan.....	10
11.2 Insider Ownership.....	12

11.3 Collaterizable Assets.....	13
11.4 Aliran Kas Bebas Perusahaan.....	14
11.5 Dividend.....	15
11.6 Penelitian Sebelumnya.....	19
11.7 Formulasi Hipotesis.....	21
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
111.1 Data.....	23
111.2 Metode Penelitian.....	24
111.2.1 Variabel Tergantung.....	24
111.2.2 Variabel Bebas.....	25
111.3 Teknik Analisis.....	26
111.3.1 Uji t Statistik.....	26
111.3.2 Uji F Statistik.....	27
111.3.3 R Square ( $R^2$ ).....	28
111.4 Asumsi Klasik.....	
111.4.1 Multikolinearitas.....	28
111.4.2 Heteroskedatisitas.....	28
111.4.3 Autokolerasi.....	29
111.4.4 Normalitas.....	30
<b>BAB IV ANALISA DAN PEMBAHASAN</b>	
IV.1 Statistik Diskriptif.....	31
IV.2 Uji Normalitas.....	32
IV.3 Uji Asumsi Klasik.....	33

IV.3.1 Asumsi Multikolinieritas.....	33
IV.3.2 Heteroskedatisitas.....	34
IV.3.3 Asumsi Autokolerasi.....	35
IV.4 Hasil Pengujian Hipotesis.....	36
IV.5 Pengujian Koefisien Regresi Secara Parsial (t).....	38
IV.5.1 Collaterizable Assets.....	39
IV.5.2 Insider Ownership.....	39
IV.5.3 Free Cash Flow.....	40
IV.6 Pengujian Koefisien Regresi Secara Simultan (Uji F).....	41
IV.7 Pengujian Koefisien Determinasi Berganda.....	42
<b>BAB V PENUTUP</b>	
V.1 Kesimpulan.....	43
V.2 Keterbatasan Penelitian.....	44
V.3 Saran Untuk Penelitian Selanjutnya.....	44
Daftar Pustaka.....	46
Lampiran 1.....	48
Lampiran 2.....	49
Lampiran 3.....	53
Lampiran 4.....	56

**DAFTAR TABEL**

Tabel	Halaman
4.1 Statistic Diskriptif.....	31
4.2 Coefficients.....	34
4.3 Correlation.....	35
4.4 Model Summary.....	36
4.5 Tabel Koefisien.....	36
4.6 Tabel Hasil Penelitian Uji t.....	38
4.7 Tabel Koefisien Regresi Secara Simultan (Uji F).....	41



**DAFTAR LAMPIRAN**

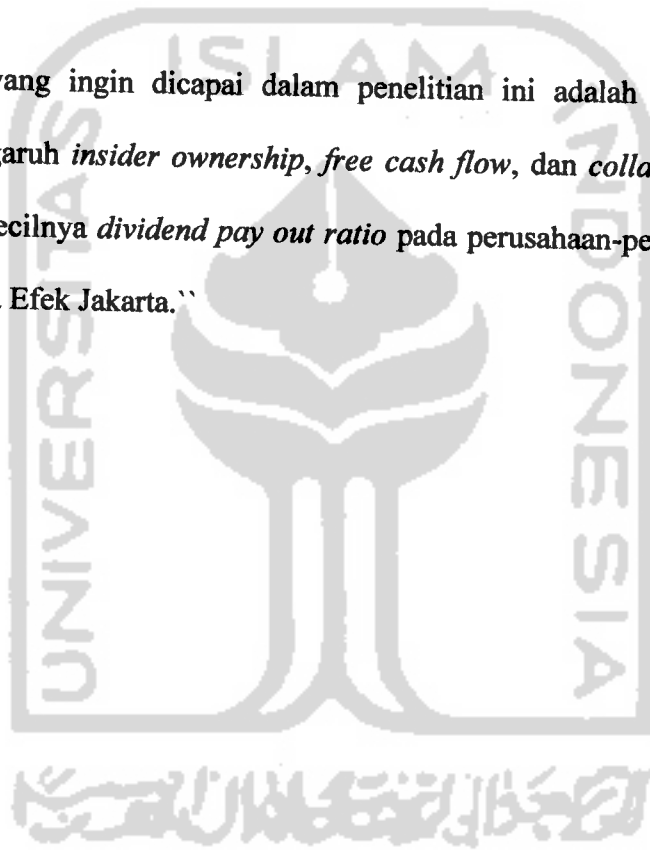
Tabel	Halaman
1. Daftar Nama Perusahaan.....	48
2. Daftar Data Variabel Penelitian.....	49
3. Hasil Uji Statistik.....	53
4. Hasil Uji Untuk Heteroskedatisitas.....	56



## ABSTRAK

Secara garis besar penelitian ini akan mencoba mengkaji variabel-variabel yang mempengaruhi *agency cost*. Penelitian ini akan dilakukan di perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 2001-2003.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk melihat apakah ada pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, dan *collateralizable asset* terhadap besar-kecilnya *dividend pay out ratio* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta."





# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Setiap organisasi didirikan pastilah mempunyai tujuan tertentu. Begitu pula halnya dengan badan usaha yang berbentuk perusahaan. Tujuan utama didirikannya sebuah perusahaan adalah untuk memperoleh laba. Laba diperoleh dari hasil kegiatan operasional perusahaan. Untuk melaksanakan kegiatan operasional perusahaan, dibutuhkan dana atau modal. Dana atau modal itu tidak hanya diperlukan oleh perusahaan yang baru berdiri, tetapi juga bagi perusahaan yang telah melaksanakan kegiatan produksi. Dana tersebut digunakan untuk menambah modal kerja dan perluasan operasi-operasi perusahaan (ekspansi).

Perusahaan memiliki beberapa alternatif cara untuk memenuhi kebutuhan dana. Salah satunya adalah melakukan penjualan saham perusahaan kepada masyarakat melalui pasar modal. Pembelian saham suatu perusahaan melalui pasar modal merupakan salah satu bentuk investasi. Adapun tujuan memiliki saham untuk mendapatkan keuntungan di antaranya:

- a. Melalui pembagian *dividend* selama mereka memegang saham tersebut (*dividend yield*).
- b. Menjualnya kembali dengan harga yang lebih tinggi daripada harga belinya (*capital gain yield*).

Salah satu alasan mengapa seseorang atau suatu badan usaha bersedia menginvestasikan dananya dalam suatu perusahaan, dalam hal ini menjadi

pemegang saham, adalah untuk meningkatkan kemakmuran badan usahanya dengan harapan pemegang saham akan mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan yang akan dibagikan dalam bentuk *dividend*. Manajer sebagai *agent* pengelola perusahaan diharapkan mampu menghasilkan keuntungan yang dapat meningkatkan pendapatan *dividend* pemegang saham.

Pembayaran *dividend* dapat menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen. Pembagian *dividend* dapat membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return*. *Dividend* juga dapat membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan yang dilakukan para manajemen terhadap *cash flow* perusahaan.

Sebagian investor memandang *dividend* perlu dibagikan karena terdapat pemegang saham yang hidup dari pendapatan yang diterima dari *dividend*, yang menyukai pembagian *dividend* tunai dalam jumlah tetap setiap tahun.

Sementara itu, manajer cenderung untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi. Kepentingan ini sering tidak sejalan dengan apa yang merupakan keinginan pemegang saham. Makin tinggi *dividend* yang dibagikan, berarti makin sedikit laba yang ditahan. Sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga saham (Riyanto, dalam Handoko 2002).

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mementingkan kepentingan pribadi. Sebaliknya, pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut karena pengeluaran tersebut akan

menambah *cost* perusahaan yang akan menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan *dividend* yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang menanggung risiko yang sangat tinggi. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham itu akan menimbulkan konflik yang biasa disebut sebagai konflik agensi. Biaya yang timbul akibat konflik ini di sebut *agency cost*.

Pada saat pemegang saham menunjuk manajer atau *agent* sebagai pihak pengelola dan pengambil keputusan bagi perusahaan, maka pada saat itulah hubungan keagenan muncul. Penunjukan ini diharapkan agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Masalah keagenan muncul karena manajer dan pemegang saham sering kali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan. Meskipun harus diasumsikan bahwa manajer memiliki tujuan yang sama dengan pemiliknya. Masalah keagenan yang potensial timbul saat manajer memiliki kurang dari 100% kepemilikan saham karena adanya pengambilan keputusan oleh manajer yang tidak sesuai dengan maksimalisasi kemakmuran pemegang saham. Masalah keagenan mengakibatkan adanya *agency cost* yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer dan mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *cost* keagenan tersebut. Salah satunya adalah pembayaran *dividend* yang akan mempengaruhi kebijakan pendanaan. Pembayaran *dividend* yang mengurangi *cash flow* perusahaan akan

mengakibatkan perusahaan harus mencari alternatif pendanaan yang relevan dalam memenuhi kebutuhannya.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan (dalam Susilawati, 2004) :

- Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen ( *Jensen and Meching 1976* ) dengan kepemilikan saham akan lebih intensif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena kepemilikan dapat mensejahterakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Di samping itu proporsi kepemilikan saham oleh manajer dapat merasakan manfaat langsung dari keputusan yang diambil dengan benar dan akan merasakan kerugian sehingga konsekuensi keputusan yang salah.
- Meningkatkan *dividend pay out ratio* ( *Cruteley and Hansen 1989, Easbruk 1989* ) *Ross 1977* *Leleand and Pyle 1977* ) pembayaran *dividend* akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran *dividend* dapat mengurangi *cash flow* perusahaan akibatnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan

Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership* (Demsey dan Laber dalam Handoko 2002). *Insider ownership* adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan. Semakin besar jumlah *insider ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam

menanggung konsekuensi yang timbul. Semakin banyak jumlah kepemilikan oleh institusional atau sebagai pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, yang berarti dapat membantu menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran *dividend* kepada para pemegang saham.

Menurut penelitian Wahdiawati (dalam Susilawati, 2004) dalam dalilnya mengenai "*active monitoring hypothesis*", berpendapat bahwa kepemilikan saham yang besar memiliki kemampuan untuk mengawasi dan mempengaruhi manajemen secara lebih tepat dalam melindungi usahanya dan mereka mengatakan bahwa *eksternal block holding* dan *institutional holdings* mampu mengurangi perilaku *opportunity managerial*, sehingga mampu mengurangi konflik keagenan antara manager dengan *stackholder*.

Penyebaran harga saham juga berperan dalam masalah keagenan (Demsey dan Laber, dalam Handoko 2002). Pemegang saham yang semakin menyebar akan mengakibatkan kesulitan dalam proses *monitoring* perusahaan. Sebaliknya, pemegang saham yang semakin terkonsentrasi pada satu hal akan mempermudah proses *monitoring* perusahaan dan pengendalian terhadap putusan yang diambil pihak manajemen. Manajemen struktur modal juga meningkatkan *agency cost*, yaitu dengan timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi.

Jika perusahaan memiliki *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk *dividend* (Jensen dalam Handoko, 2002). Hal

ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen. Pada akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*.

Secara garis besar penelitian ini akan mencoba mengkaji variabel-variabel yang mempengaruhi *agency cost*. Penelitian ini akan dilakukan di perusahaan-perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada periode 2001-2003.

Tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah untuk melihat apakah ada pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, dan *collaterizabel asset* terhadap besar-kecilnya *dividend pay out ratio*.

## 1.2. Identifikasi Masalah

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan oleh manajer mengutamakan kepentingan pribadi. Sebaliknya, pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut karena pengeluaran tersebut akan menambah *cost* perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan *dividend* yang diterima. Biaya yang timbul akibat konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham disebut *agency cost*.

Masalah *agency cost* dipengaruhi oleh:

1. *Insider ownership*
2. *Free cash flow*
3. *Collaterizable assets*

Penelitian ini ingin membuktikan bagaimana pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, *collaterizable assets* terhadap kebijakan *dividend* dan bagaimana hubungan antara variabel-variabel tersebut.

### 1.3. Pembatasan Masalah

Pembatasan ini dilakukan sebagai upaya untuk menghindari terjadinya kerancuan dan untuk menanggulangi pembahasan yang terlalu meluas serta untuk mengarahkan pembahasan agar tidak menyimpang. Pada penelitian ini batasan masalah dilakukan antara lain:

1. Penelitian ini mencoba mengkaji variabel-variabel yang mempengaruhi masalah keagenan.
2. Penelitian ini akan dilakukan di perusahaan-perusahaan yang *go public*.
3. Fokus penelitian dibatasi pada perusahaan-perusahaan yang membagikan *dividend* pada tahun 2001-2003. Penulis memilih periode ini karena keadaan ekonomi mulai stabil setelah terjadinya krisis ekonomi.
4. Data diambil dari perusahaan yang memiliki data kepemilikan saham oleh manajer.

### 1.4. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan identifikasi masalah di atas, tujuan penelitian ini adalah guna mengetahui apakah ada hubungan antara *insider ownership*, *collaterizable assets* dan *free cash flow* terhadap kebijakan *dividend*.

### 1.5. Manfaat Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk membuktikan apakah terdapat pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, dan *collaterizable assets* terhadap kebijakan *dividend*. Adapun manfaat yang diharapkan adalah :

1. Bagi investor maupun bagi para perusahaan, diharapkan dapat mengerti tentang hubungan *insider ownership*, *free cash flow*, dan *callaterizable assets* terhadap kebijakan *dividend*.
2. Bagi perusahaan, diharapkan dapat digunakan untuk meminimumkan *agency cost*, sedangkan bagi para akademis dan analisis sekuritas, dapat digunakan sebagai bahan acuan untuk penelitian-penelitian berikutnya.
3. Bagi pihak lain dapat digunakan sebagai bahan acuan untuk analisis mengenai teori keagenan.

### 1.6. Sistematika Pembahasan

#### BAB I : PENDAHULUAN

Menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penelitian.

#### BAB II : KAJIAN PUSTAKA

Berisi teori-teori dan landasan konseptual yang mendasari penelitian dan menguraikan penelitian terdahulu yang berhubungan dengan masalah penelitian.



**BAB III : METODE PENELITIAN**

Mendiskripsikan model metodologi penelitian yang digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel dalam penelitian.

**BAB IV : ANALISA DAN PEMBAHASAN**

Memaparkan hasil penelitian, menganalisa hasil pengujian data yang terdapat pada bab sebelumnya.

**BAB V : PENUTUP**

Menyajikan kesimpulan atau ringkasan hasil penelitian, keterbatasan penelitian dan implikasi bagi penelitian selanjutnya.



## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### II.1. Teori Keagenan

Pada saat pemegang saham menunjuk manajer atau *agent* sebagai pihak pengelola dan pengambil keputusan bagi perusahaan, maka pada saat itulah hubungan keagenan muncul. Penunjukan ini berharap agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham.

Teori keagenan menurut Brigham et.al (dalam Handoko, 2002) adalah :

“ a relation which is whenever one or more individuals, called principals, hires another individual or organization, called agent, to perform some service and delegates decision making authority to that agent”

Dalam teori keagenan dijelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham mungkin bertentangan. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah *cost* perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan *dividend* yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa hutang mengandung resiko yang tinggi. Perbedaan kepentingan itulah menimbulkan konflik yang biasa disebut konflik

agensi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Akibat dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu *cost* yang di sebut *agency cost*. Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dan manajer serta antara manajer dan kreditor.

Masalah keagenan muncul karena manajer dan pemegang saham seringkali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan, meskipun harus diasumsikan bahwa manajer memiliki tujuan yang sama dengan pemiliknya. Selain itu masalah keagenan yang potensial timbul saat manajer memiliki kurang dari 100% kepemilikan saham, karena adanya pengambilan keputusan oleh manajer yang tidak sesuai dengan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Masalah keagenan mengakibatkan adanya *agency cost*, dimana merupakan biaya yang meliputi semua biaya untuk *monitoring* tindakan manajer, mencegah tingkah laku manajer yang tidak dikehendaki, dan *opportunity cost* akibat pembatasan yang dilakukan pemegang saham terhadap tindakan manajer menurut Brigham (dalam Handoko 2002).

Salah satu cara menurunkan biaya keagenan dengan adanya pembayaran *dividend*, manager akan melihat bahwa pengelola perusahaan telah bekerja sesuai keinginan. Kebijakan *dividend* perusahaan dianggap oleh pemegang saham sebagai sebuah alat untuk mengurangi *agency cost* (Keown dalam Handoko 2002). Keown (dalam Handoko, 2002) mengasumsikan bahwa pembayaran *dividend* akan menyebabkan pihak manajemen mengeluarkan sahamnya dalam

investasi baru. Investor baru akan tertarik untuk menginvestasikan dananya jika pihak manajemen menyediakan informasi yang menarik bahwa modal akan di gunakan secara menguntungkan. Secara tidak langsung pembayaran *dividend* akan menghasilkan pengawasan yang lebih dekat terhadap aktivitas informasi manajemen.

## II.2. Insider Ownership

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat di lakukan dengan peningkatan *insider ownership*. *Agency problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan, Jensen and Meckling (dalam Nupikso, 2001). Hal ini perlu sebab akan terjadi penyebaran pengambilan keputusan dan resiko. Para manajer umumnya mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimumkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan meningkatkan beban hutang karena resiko kebangkrutan perusahaan yang semakin besar sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada akhirnya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak *insider*, maka *insider* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menambah resiko langsung bila secara keputusan itu salah. Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Leland, Pyle dan Ross (dalam Wahidahwati, 2002) menyajikan hipotesis bahwa *insider ownership* dan kebijakan finansial dapat membantu menyelesaikan asimetri informasional antara para manajer dan investor eksternal.

Berdasar penelitian terdahulu, Jensen, et.al (dalam Wahidahwati, 2002) antara *insider ownership*, kebijakan *debt*, dan kebijakan *dividend*. Hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan-kebijakan tersebut tidak hanya berkaitan secara langsung, tetapi juga tidak langsung, lewat hubungannya dengan karakteristik-karakteristik operasional perusahaan.

Semakin banyak jumlah kepemilikan oleh institutional atau sebagai pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, yang berarti dapat membantu menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran *dividend* kepada para pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (dalam Fuad 2005), ketika kepemilikan *insider* meningkat, biaya *agency* akan menurun. Namun sesuai teori “*managerial entrenchment*” (Morck dan Servaes dalam Fuad 2005) biaya *agency* akan meningkat apabila kepemilikan *insider* tersebut semakin besar.

### II.3. Collaterizable Assets

Menurut Mollah et. al (dalam Handoko 2002) didasarkan pada anggapan bahwa semakin banyak *colaterizable assets*, maka semakin banyak aktiva tetap yang menjamin pinjaman kreditur sehingga menyebabkan semakin kecil konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi, yang akibatnya semakin leluasa bagi pihak manajemen dalam membagi *dividend* kepada pemegang saham. Rasio

total aktiva tetap bersih dibandingkan dengan total aktiva merupakan wakil dari *collaterizable assets*. Menurut Handoko (2002) variabel ini mempunyai hubungan yang positif terhadap *dividend pay-out ratio* dengan anggapan bahwa perusahaan memiliki aktiva tetap dijaminan yang lebih banyak akan mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi dengan tingkat pembayaran *dividend* yang lebih tinggi.

#### **II.4. Aliran Kas Bebas Perusahaan**

##### *Pengertian Aliran Kas Bebas*

“Aliran kas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada asset tetap ( Ross it. al, 2000 dalam Uyara, 2002).”

Aliran kas bebas biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan lagi pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan, karena alternatif ini akan meningkatkan insentif yang akan di terimanya. Di sisi lain pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan sehingga akan menambah kesejahteraan mereka.

Aliran kas bebas menggambarkan kepada investor bahwa *dividend* yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Sementara bagi perusahaan yang melakukan

pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada aliran kas bebas yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan *dividend* di masa depan.

Jensen (dalam Uyara, 2002) menjelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai aliran kas bebas, biasanya perusahaan tersebut mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan sebagai *dividend*. Semakin besar aliran kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai *agent* pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer lebih mengutamakan kesejahteraan pemegang saham. Arus kas bebas yang dibayarkan sebagai *dividend* direspon positif oleh pasar (Kallapur, dalam Uyara 2002).

## II.5 Dividend

Kebijakan *dividend* menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali ke perusahaan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, tetapi *dividend* merupakan arus kas yang disisakan untuk dibagikan kepada pemegang saham. Rozeff (dalam Apriani 2005) menemukan dukungan terhadap peranan *dividend* untuk memecahkan kembali biaya keagenan di perusahaan yang dikendalikan oleh perusahaan secara minoritas. Analisis ini menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran *dividend* dengan persentase *insider*. Dengan persentase pihak luar yang lebih

rendah, maka lebih sedikit kebutuhan untuk membayar *dividend* untuk menurunkan biaya keagenan.

Pembayaran *dividend* akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston dalam Mahadwartha, 2002). Pembayaran *dividend* akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. *Dividend* juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan pembagian yang dilakukan manajemen terhadap *cash flow* perusahaan, seiring dengan menurunnya biaya *monitoring* karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan dirinya.

Ketika memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, manajer keuangan harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Sehingga rasio pembayaran yang ditargetkan (*target payout ratio*) yang didefinisikan sebagai persentase dari laba bersih yang di bayarkan sebagai *dividend* tunai-sebagian besar harus dibayarkan pada prevensi investor atas *dividend* lawan keuntungan modal.

Menurut Riyanto (1995) ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan *dividend*:

1. *Posisi Likuidasi*

Laba di tahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aktiva yang dibutuhkan untuk mengadakan usaha. Perusahaan mungkin tidak dapat membayar *dividend* tunai karena posisi likuiditasnya. Perusahaan yang sedang berkembang walaupun dengan keuntungan besar biasanya



membutuhkan dana yang besar pula untuk membiayai investasinya sehingga perusahaan dapat memutuskan untuk tidak membagikan *dividend* kepada pemegang saham.

## 2. *Tingkat Ekspansi Aktiva*

Semakin cepat perusahaan berkembang semakin cepat pula dana yang dibutuhkan perusahaan untuk biaya ekspansi aktiva. Perusahaan dalam keadaan seperti ini cenderung menahan laba untuk diinvestasikan kembali.

## 3. *Stabilitas dan Tingkat Laba*

Perusahaan yang memiliki stabilitas laba sering kali memikirkan berapa besar laba yang dihasilkan dimasa yang akan datang. Perusahaan seperti ini cenderung membagikan laba yang tinggi. Perusahaan yang memiliki laba berfluktuasi, cenderung membayarkan *dividend* yang relatif rendah agar dapat terus melakukan pembayaran *dividend*.

## 4. *Akses ke Pasar Modal*

Pada perusahaan besar yang mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas akan mempunyai akses ke pasar modal yang mudah dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan pada perusahaan kecil, kemampuan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman di pasar modal akan terbatas. Jadi perusahaan yang mapan cenderung membayarkan dividennya jauh lebih tinggi dari perusahaan yang kecil atau baru.

Politik *dividend* adalah bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai *dividend* atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan. *Dividend* merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau *equity investor*.

Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut disatu pihak dan juga dapat membayarkan *dividend* kepada para pemegang saham dilain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat *dividend* yang dibayarkan, berarti makin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya adalah menghambat tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan dan harga sahamnya.

Dalam penelitiannya Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan atau *agency cost* diperlukan adanya pembayaran *dividend*. Akan tetapi pembayaran *dividend* akan berpengaruh pada kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran *dividend* akan mengurangi *cash flow* perusahaan, sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan di paksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.

Kalau perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatannya tetap di dalam perusahaan, berarti bahwa bagian dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran *dividend* makin kecil. Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai “*cash dividend*” adalah “*dividend payout Ratio*”.

## II.6. Penelitian Sebelumnya

Chen dan Steiner (dalam Wahidahwati, 2002), penelitiannya berjudul “*Manajerial Ownership and Agency Conflic and Dividend Policy*” menguji secara simultan non linier antara kepemilikan manajerial, kebijakan *debt*, kebijakan *dividend*, dan *risk taking* dengan menggunakan metode analisis 2SLS. Hasil yang di peroleh adalah :

1. *Manajerial ownership* berhubungan secara non linear, di mana pada saat resiko rendah, peningkatan resikonya menyebabkan manajer meningkatkan kepemilikan sahamnya tetapi saat risiko pada tingkat tertentu, maka manajer mempunyai sifat *risk averse* yang cenderung akan menurunkan nilai kepemilikan sahamnya.
2. Pengambilan resiko (*risk taking*) berhubungan secara positif dengan manajerial *ownership*, ini mengidentifikasi bahwa manajerial *ownership* dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang dalam luar, tetapi memperoleh hubungan antara *debtholder* dan *shareholder*.
3. Manajerial *ownership* mempunyai hubungan yang negatif dengan *debt* dan *dividend* sebagai *monitoring agent* yang dapat mereduksi *agency cost*.

Jensen et. al (Mahadwartha, 2002) penelitian berjudul “*Simultaneous Determination of Insider Ownershi Debt and Dividend Policies*” yaitu menguji pengaruh *insider ownership*, dan kebijakan *dividend* terhadap kebijakan hutang (rasio hutang). Hasil penelitian yaitu terdapat hubungan negatif antara *insider*

*ownership* terhadap kebijakan hutang (rasio *debt*). Hasil ini mengidentifikasi bahwa peningkatan kepentingan *insider*, akan mensejajarkan kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga kepemilikan manajer bisa menggantikan peranan hutang dalam mengurangi *agency cost*. Hasil tersebut juga menemukan bahwa peningkatan kepemilikan menyebabkan penurunan rasio pembayaran *dividend*.

Bathala, et al. (dalam Wahidahwati 2002), penelitiannya berjudul “*Manajerial Ownership, Debt Policy and the impact of institutional holding*”. Penelitian ini menguji apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan dan *manajerial ownership*. Penelitian ini menggunakan metode *cross sectional* dengan periode penelitian tahun 1988. Hasil menyebutkan bahwa *ownership* memiliki hubungan negatif dengan *institutional ownership*.

Turiyasingura (dalam Wahidahwati 2002) juga melakukan penelitian dengan sampel yang diobservasi adalah dari perusahaan jasa dan manufaktur dengan periode observasi hanya 1 tahun (1996). Hasil ini menunjukkan mendukung hipotesis bahwa kebijakan hutang dan *manajerial ownership* menjadi alat yang efektif dalam mereduksi *agency conflict*. Hasil ini menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang perusahaan. Sedangkan untuk hubungan antara manajerial dengan *dividend* adalah signifikan tetapi berhubungan positif. Hasil ini mengidentifikasikan bahwa *dividend* tidak dapat digunakan sebagai alat yang efektif dalam mereduksi *agency conflict*, karena arah yang berlawanan dari teori.

## II.7. Formulasi Hipotesis

Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership* (Demsey dan Lauer, dalam Handoko 2002). *Insider* adalah pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar jumlah *insider ownership*, maka semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen.

*H<sub>1</sub>: Insider ownership menunjukkan hubungan negatif terhadap dividend pay-out ratio.*

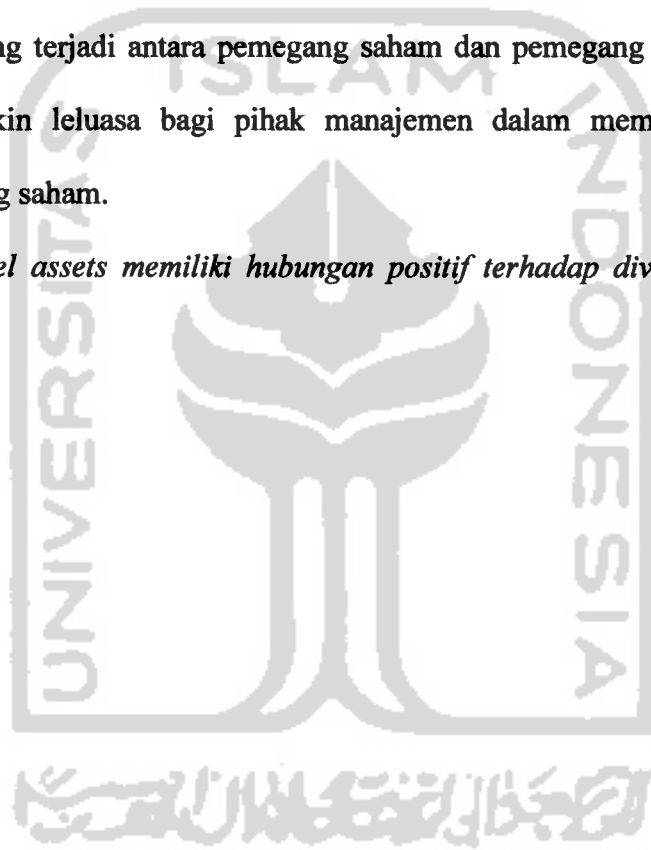
Jensen seperti di kutip oleh Keown et.al (dalam Mahadwartha, 2002) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik jika dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk *dividend*. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen yang akhirnya berakibat naiknya *agency cost*.

*H<sub>2</sub>: Free cash flow memiliki hubungan positif terhadap dividend pay out ratio.*

Manajemen struktur modal juga dapat meningkatkan *agency cost* (Keown et.al, dalam Handoko 2002), yaitu dengan timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Dengan maksud untuk kepentingan investor, manajemen dapat menginvestasikan dananya dalam proyek yang berisiko tinggi. Risiko ini dapat merevisi *rating* obligasi yang selama ini dimiliki oleh perusahaan, yang akhirnya dapat mengurangi nilai pasar obligasi perusahaan.

Oleh karena itu, kreditur akan membuat pengamanan melalui pembatasan-pembatasan dalam kontrak obligasi. Pembatasan ini selain berpengaruh terhadap perolehan atau penjualan aktiva dan pembiayaan hutang, juga akhirnya berpengaruh terhadap kebijakan *dividend* yang diambil perusahaan. Dengan semakin banyaknya aktiva tetap yang menjamin pinjaman kreditur, maka semakin kecil konflik yang terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi, yang akibatnya semakin leluasa bagi pihak manajemen dalam membagi *dividend* kepada pemegang saham.

*H<sub>3</sub>: Collaterizabel assets memiliki hubungan positif terhadap dividend pay out ratio.*



## BAB III

### METODE PENELITIAN

#### III.1. Data

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2003. Tahun 2001-2003 digunakan sebagai periode penelitian karena keadaan ekonomi mulai stabil setelah terjadinya krisis ekonomi. Penelitian ini akan mengkaji apakah terdapat pengaruh *insider ownership*, *free cash flow*, dan *collateralizable assets*. Jenis data yang digunakan adalah jenis data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market 2004* yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta.

Mengingat penelitian ini adalah mereplikasi dari Handoko (2002) untuk mengimbangi jumlah sampel, pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yang menurut Cooper dan Emory (dalam Handoko, 2002) adalah pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2001-2003
2. Perusahaan yang memiliki data tentang presentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*)
3. Perusahaan yang pada tahun 2001-2003 membayar *dividend* tunai

### III.2. Model Penelitian

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1 \text{INSIDE} + \beta_2 \text{COLLAS} + \beta_3 \text{FCF} + \varepsilon$$

Di mana:

DPR adalah *Dividend Pay-out Ratio*

INSIDE adalah *Insider Ownership*

COLLAS adalah *Collaterizable Assets*

FCF adalah *Free Cash Flow*

Model di atas mengkaji variabel-variabel yang dikemukakan oleh Mollah et.al dan Susilawati (dalam Handoko, 2002). Hasil penelitian Mollah et.al menunjukkan:

#### III.2.1. Variabel Tergantung (*Dependent Variabel*)

Variabel tergantung penelitian ini adalah *Dividend Pay-out Ratio* (DPR) yang merupakan persentase laba yang dibagi sebagai *dividend*. Meskipun *dividend* yang dibagikan kecil, rasio ini dapat menunjukkan nilai yang tinggi pada saat laba perusahaan menurun.

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}}$$

Di mana : DPR adalah Rasio Pembayaran *Dividend*

DPS adalah *Dividend* per lembar saham

EPS adalah laba per lembar saham



### III.2.2. Variabel Bebas (*Independen Variabel*)

#### 1. *Insider ownership*

Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *dividend pay-out ratio* karena semakin banyak saham yang dimiliki oleh *insider ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran *dividend*. Sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan bagi mereka sendiri berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya. Dengan kata lain, semakin sedikit saham yang dimiliki oleh *insider ownership* atau semakin banyak saham yang dimiliki *insider ownership*, maka masalah keagenan akan meningkat.

$$\text{INSIDE} = \frac{\text{jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total saham}}$$

#### 2. *Free cash flow*

Variabel ini mempunyai hubungan yang positif terhadap *dividend pay-out ratio* dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka *dividend* yang dibayarkan juga semakin tinggi, yang berarti juga mengurangi masalah keagenan. *Free cash flow* diwakili oleh *ratio free cash flow* dibandingkan dengan total aktiva.

$$\text{FCF} = \frac{\text{Laba setelah pajak} - \text{dividend} + \text{beban penyusutan}}{\text{Total aktiva}}$$

#### 3. *Collaterizable assets*

Rasio total aktiva tetap bersih dibandingkan dengan total aktiva merupakan wakil dari *collaterizable assets*. Variabel ini mempunyai hubungan

yang positif terhadap *dividend pay-out ratio* dengan anggapan bahwa perusahaan memiliki aktiva tetap dijamin yang lebih banyak akan mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi dengan tingkat pembayaran *dividend* yang lebih tinggi.

$$\text{COLLAS} = \frac{\text{Total aktiva tetap} - \text{akumulasi penyusutan}}{\text{Total aktiva}}$$

### III.3. Teknik Analisis

Teknik analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS. Pengujian hipotesis dilakukan dengan model regresi linier berganda.

Untuk menguji hipotesis yang diajukan mengenai hubungan variabel dependen yang diwakili oleh *dividend pay out ratio*, dan variabel independen yang diwakili oleh *insider ownership*, *collaterizable assets*, *free cash flow*, dapat menggunakan analisis statistik yaitu uji t statistik dan uji F statistik.

#### III.3.1. Uji t Statistik

Pengujian hipotesis regresi secara parsial dapat dilakukan dengan uji t statistik yaitu apabila tingkat signifikan t yang digunakan sebagai ukuran maka nilai signifikansi t tersebut harus dibandingkan dengan tingkat alpha ( $\alpha$ ) yang telah ditetapkan. Apabila tingkat signifikansi  $< \alpha$  berarti  $H_0$  ditolak, yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh antar variabel dependen dengan variabel independen dan menerima  $H_a$  yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh antara variabel dependen dengan variabel independen (Sudarmanto, 2005).

Sedangkan jika tingkat signifikansi  $> \alpha$  pada tingkat kepercayaan dan derajat kebebasan yang sama, berarti menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruhnya antara variabel dependen dengan variabel independen dan menolak  $H_a$  yang mengatakan ada pengaruh antara variabel dependen dengan variabel independen.

Untuk mempermudah perhitungan, penelitian ini menggunakan bantuan computer SPSS, berarti hubungan variabel secara parsial (uji t) dapat dilihat melalui tingkat signifikansinya. Apabila tingkat signifikansinya lebih kecil dari  $\alpha$  yang di tetapkan ( $\alpha 0.05$ ) maka dapat dinyatakan bahwa secara parsial variabel independen tersebut mampu menjelaskan hubungan terhadap variabel independen.

### III.3.2. Uji F Statistik

Pengujian hipotesis regresi secara simultan dapat di lakukan dengan uji F statistik. Pengujian tersebut bertujuan untuk mengetahui apakah ke empat variabel independen *insider ownership*, *Ffree cash flow*, dan *collaterizable assets* secara bersama-sama mempunyai hubungan signifikan terhadap variabel dependen. Pengujian tersebut dilakukan dengan menggunakan uji F, apabila signifikansi F yang digunakan sebagai ukuran, maka nilai signifikansi tersebut harus dibandingkan dengan alpha ( $\alpha$ ) yang telah ditetapkan. Jika tingkat signifikansi  $F < \alpha$  maka hipotesis nol ( $H_0$ ) yang menyatakan tidak ada pengaruh antara variabel dependen dengan variabel independen akan ditolak dan hipotesis elternatif ( $H_a$ ) diterima, yang menunjukkan hubungan antara variabel dependen dengan independen terdapat pengaruh.

### III.3.3. R Square ( $R^2$ )

Untuk mengetahui kekuatan model dapat memprediksi maka akan di lihat koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang di peroleh dari hasil perhitungan regresi.

### III.4. Asumsi Klasik

Agar hasil pengujian dalam penelitian ini dapat di interpretasikan dengan baik, maka beberapa pengujian yang akan di lakukan dalam penelian ini adalah pengujian normalitas dan asumsi klasik yang meliputi:

#### III.4.1. Multikolinearitas

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel independen berhubungan secara linier. Apabila sebagian atau seluruh variabel independen berkolerasi kuat berarti terjadi multikolinearitas. Konsekuensi adanya multikolinearitas adalah koefisien regresi variabel tidak tentu dan terjadi kesalahan atau *error* menjadi tidak terhingga. Uji multikolinearitas dapat dilihat *pearson correlation* atau *variance inflation factor*. Jika hubungan antar variabel indenpenden tidak berada diatas 0.867 maka dikatakan multikolinearitas tidak berbahaya.

#### III.4.2. Heteroskedatisitas

Uji asumsi heteroskedatisitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah variasi *residual absolut* sama atau tidak sama untuk semua pengamatan. Apabila asumsi tidak terjadinya *heteroskedatisitas* ini tidak terpenuhi, maka panaksir

menjadi tidak lagi efisien baik dalam sampel besar maupun kecil dan estimasi koefisien dapat dikatakan menjadi kurang akurat (Gujarati, 1991).

Ada dua alternative kriteria yang digunakan untuk menyatakan apakah terjadi *heteroskedastisitas* atau tidak, dan dapat dipilih salah satu. Pertama adalah menggunakan koefisien signifikansi (probabilitas) dan yang kedua menggunakan harga koefisien *correlation*. Dalam penelitian ini akan menggunakan koefisien signifikansi yaitu dengan membandingkan tingkat signifikansi dengan alpha yang telah ditetapkan sebelumnya. Apabila koefisien signifikansi  $>$  alpha maka dinyatakan tidak terjadi *heteroskedastisitas* di antara data pengamatan tersebut, yang berarti menerima  $H_0$ . Bila koefisien signifikansi  $<$  alpha yang ditetapkan dinyatakan terjadi *heteroskedastisitas* di antara data pengamatan.

#### III.4.3. Autokorelasi

Merupakan kondisi dimana korelasi terjadi antar anggota-anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu dan ruang. Konsekuensi dari adanya autokorelasi adalah selang keyakinan menjadi dasar varian dan kesalahan standar akan ditaksir terlalu rendah. Salah satu teknik pengujian autokorelasi yang dipakai dalam penelitian ini adalah *Durbin Watson Test*. Sebagai *rule of thumb*, nilai DW test yang mendekati (sekitar 2) memberi indikasi awal tidak ada masalah dengan autokorelasi.

Uji *Durbin Watson Test* digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi dengan batasan sebagai berikut:

- Angka DW di bawah -2 berarti terdapat korelasi positif.
- Angka DW di atas +2 berarti terdapat autokorelasi negatif
- Angka DW antar -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi

#### III.4.4. Normalitas

Salah satu uji persyaratan yang harus dipenuhi dalam penggunaan analisis *parametric* yaitu uji normalitas data populasi. Hal ini dapat ditegaskan, bahwa suatu penelitian yang melakukan pengujian hipotesis yang menggunakan uji-t atau uji F menuntut suatu asumsi yang harus diuji, yaitu populasi harus berdistribusi normal (Sudarmanto, 2005). Apabila jumlah sampel diperbesar, penyimpangan asumsi normalitas ini semakin kecil pengaruhnya. Hal ini didukung oleh teori limit pusat yang menyatakan bahwa distribusi dari rata-rata sampel hasil observasi akan mendekati normal bila jumlah sampel semakin besar tanpa memperhatikan bentuk distribusi dari hasil observasinya sendiri (Sudarmanto, 2005 ).

Pengujian pada normalitas data yang digunakan adalah *grafik normality* dan probabilitas. Dasar pengambilan keputusan dalam deteksi normalitas jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas, jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas data.

## BAB IV

### ANALISA DAN PEMBAHASAN

Analisa data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan persamaan regresi berganda. Analisa tersebut dimaksudkan untuk melihat pengaruh *insider ownership*, *collaterizable assets*, dan *free cash flow*, terhadap kebijakan *dividend*. Analisa data dilakukan secara simultan maupun parsial untuk mengetahui apakah variabel-variabel tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan *dividend*.

#### IV. 1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Untuk mengetahui gambaran mengenai gambaran karakteristik sampel yang digunakan lebih rinci dapat dilihat pada table 4.1, dari *statistic deskriptif* ini dapat diketahui jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini, nilai rata-rata (*mean*) dan tingkat penyimpangan penyebaran data dari masing-masing variabel penelitian.

**Tabel 4.1**

#### Statistic Deskriptif

	Mean	Std. Deviation	N
DPR	0,36444043	0,2779948457	30
Collas	0602,40325	1353,4399916	30
Insider	0,08591867	0,138646404	30

FCF	-26,14388	124,72824295	30

#### IV.2. Uji Normalitas

Salah satu uji persyaratan yang harus dipenuhi dalam penggunaan analisis parametrik yaitu uji normalitas data populasi. Hal ini dapat ditegaskan, bahwa suatu penelitian yang melakukan pengujian hipotesis yang menggunakan uji-t atau uji F menuntut suatu asumsi yang harus diuji, yaitu populasi harus berdistribusi normal.

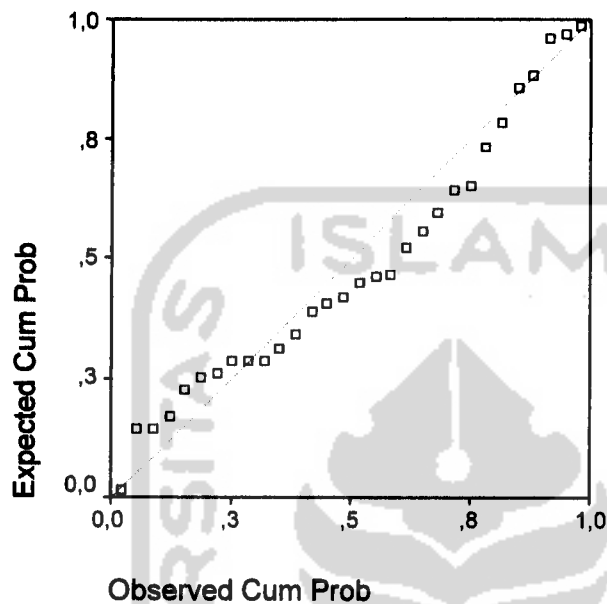
Pengujian pada normalitas data yang digunakan adalah *grafik normality* dan probabilitas. Dasar pengambilan keputusan dalam deteksi normalitas, jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas, jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan tidak mengikuti garis diagonal maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas data.

Dari hasil analisis dapat ditemukan hasil bahwa *grafik normality* dan probabilitas terdapat titik titik yang terlihat menyebar disekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal sehingga dapat dikatakan memenuhi asumsi normal.



## Normal P-P Plot of Regression :

Dependent Variable: DPR



### IV.3. Uji Asumsi Klasik

#### IV.3.1. Asumsi Multikolinearitas

Tujuan dari asumsi Multikolinearitas adalah untuk menguji apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen, jika terjadi korelasi maka terdapat masalah multikolinearitas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antar variabel independen. Jika hubungan antar variabel diatas 0.867 atau mendekati 1 maka dikatakan multikolinieritas tidak berbahaya.

Untuk mendeteksi adanya multikolinieritas adalah dengan melihat besaran VIF (*Varian Inflation Factor*) dan *tolerance*. Pedoman suatu model regresi yang bebas multikolinieritas adalah jika mempunyai nilai VIF di sekitar angka 1 dan mempunyai angka *tolerance* mendekati 1.

Dari hasil perhitungan yang terdapat dalam lampiran dapat di temukan hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.2**  
**Coefficients**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Collas	.988	1.012
	Insider Ownership	.985	1.015
	FCF	.997	1.003

a Dependent Variable: DPR

Berdasarkan tabel di atas terlihat bahwa nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) variabel dependen *collaterizable assets*, *insider ownership*, dan *free cash flow* seluruhnya berada di sekitar 1 dan nilai *tolerance* seluruhnya juga mendekati 1 sehingga dapat disimpulkan seluruh variabel dependen bebas multikolinearitas.

#### IV.3.2. Heteroskedatisitas

Uji asumsi heteroskedatisitas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah variasi residual absolut sama atau tidak sama untuk semua pengamatan. Apabila asumsi tidak terjadinya *heteroskedatisitas* ini tidak terpenuhi, maka penaksir menjadi tidak lagi efisien baik dalam sampel besar maupun kecil dan estimasi koefisien dapat dikatakan menjadi kurang akurat.

Dalam penelitian ini akan menggunakan koefisien signifikansi yaitu dengan membandingkan tingkat signifikansi dengan alpha yang telah ditetapkan sebelumnya. Apabila koefisien signifikansi > alpha maka dinyatakan tidak terjadi

*heteroskedastisitas* diantara data pengamatan tersebut, yang berarti menerima  $H_0$ .

Bila koefisien signifikansi  $<$  alpha yang ditetapkan maka dinyatakan terjadi *heteroskedastisitas* diantara data pengamatan.

Hipotesis

$H_0$  : Tidak ada hubungan antara variabel bebas dengan residual absolut.

$H_a$  : Ada hubungan antara variabel bebas dengan residual absolut.

**Tabel 4.3**

**Correlation**

Keterangan	Signifikansi	Alpha	Kondisi	Simpulan
Collas – AX1	0,880	0,05	Sig > Alpha	Menerima $H_0$
Insider – AX2	0,357	0,05	Sig > Alpha	Menerima $H_0$
FCF – AX3	0,069	0,05	Sig > Alpha	Menerima $H_0$

Berdasarkan ringkasan hasil perhitungan pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai probabilitas hubungan antara variabel bebas dengan residual absolutnya diatas taraf signifikansi yang ditetapkan yaitu 5%. Oleh karena itu,  $H_0$  yang menyatakan tidak ada hubungan antara variabel bebas dengan residual absolutnya diterima. Hasil pengujian hipotesis ini dapat disimpulkan bahwa data yang diperoleh tidak terdapat adanya *heteroskedastisitas*.

#### IV.3.3. Asumsi Autokorelasi

Asumsi Autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah terdapat kondisi dimana terjadi korelasi antar variabel-variabel independen yang diurutkan

menurut waktu dan ruang. Panduan mengenai angka D-W (Durbin Watson) untuk mendeteksi autokorelasi bisa dilihat pada tabel *model summary*, namun demikian secara umum bisa diambil patokan:

- Angka D W di bawah -2 berarti ada korelasi positif.
- Angka D W di atas + 2 berarti ada autokorelasi negatif
- Angka DW antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi

Tabel 4.4

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,219 <sup>a</sup>	,048	-,062	,286407135	1,850

a. Predictors: (Constant), FCF, Collas, Insider Ownership

b. Dependent Variable: DPR

Pada model Summary, terlihat angka DW sebesar 1,850. Hal ini berarti model regresi diatas tidak terdapat masalah autokorelasi.

#### IV.4. Hasil Pengujian Hipotesis

Table 4.5

Tabel Koefisien

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,410	,066		6,235	,000		
	Collas	1,90E-05	,000	-,092	-,480	,635	,988	1,012
	Insider Ownersh	-,365	,387	-,182	-,943	,354	,985	1,015
	FCF	714E-05	,000	,044	,227	,822	,997	1,003

a. Dependent Variable: DPR

Dari tabel koefisien dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,410 - 0,190 \text{ COLLAS} - 0,365 \text{ INSIDER} + 0,971 \text{ FCF}$$

Di mana : DPR : *Dividend Pay – Out Ratio*

COLLAS : *Collaterizable Assets*

INSIDE : *Insider Ownership*

FCF : *Free Cash Flow*

1. Konstanta  $b_0$  : Menunjukkan interpretasi rasio pembayaran *dividend* (Y) pada saat variabel-variabel bebas yakni *insider ownership, collaterizable assets* dan *free cash flow* adalah nol.
2. Konstanta  $b_1$  : Menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *collaterizable assets* dengan variabel dependen *dividend pay out ratio*, adalah negatif. Artinya semakin tinggi nilai *collaterizable assets* maka semakin rendah rasio pembayaran *dividend* yang dilakukan oleh perusahaan.
3. Konstanta  $b_2$  : Menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *insider ownership*, dengan variabel dependen *dividend pay out ratio* adalah negatif. Artinya semakin tinggi nilai *insider ownership* maka semakin rendah rasio pembayaran *dividend* yang dilakukan oleh perusahaan.
4. Konstanta  $b_3$  : Menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *free cash flow*, dengan variabel dependen *dividend pay out ratio* adalah positif. Artinya ketika variabel *free cash*

*flow* naik maka rasio pembayaran *dividend* juga ikut naik dan sebaliknya jika variabel *free cash flow* turun maka rasio pembayaran *dividend* juga ikut turun.

#### IV.5. Pengujian Koefisien Regresi Secara Parsial (t)

Uji t dilakukan untuk menentukan apakah terdapat cukup bukti tentang pengaruh yang signifikan terhadap masing masing variabel independen seperti *collaterizable assets*, *insider ownership*, dan *free cash flow* terhadap kebijakan *dividend*. Tarif nyata ( $\alpha$ ) yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5%.

Dari hasil perhitungan yang terdapat dalam lampiran dapat ditemukan hasil sebagai berikut:

**Tabel 4.6**

**Tabel Hasil Penelitian Uji t**

	P Value	Alpha ( $\alpha$ )	Keterangan
Constant	0,000	0,05	
Collas	0,635	0,05	Menerima $H_0$
Insider	0,354	0,05	Menerima $H_0$
FCF	0,8222	0,05	Menerima $H_0$

Dari tabel diatas dapat dibuktikan hipotesis sebagai berikut:

$H_0$  : Tidak ada pengaruh secara signifikan variabel dependen terhadap variabel independen

$H_a$  : Ada pengaruh secara signifikan variabel dependen dengan variabel independen

#### IV.5.1. Collaterizabel Assets

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.6 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,635. Jadi untuk *collaterizable assets*  $P \text{ Value} > \alpha$  ( $0,635 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio* dan menolak  $H_a$  yang menyatakan ada pengaruh secara signifikan terhadap *dividend pay out ratio*.

Hubungan negatif antara *collaterizable assets* dan *dividend pay out ratio* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Handoko (2002). Tetapi hubungan negatif ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mollah et.al. (dalam Handoko 2002). Hipotesis Mollah et.al didasarkan pada anggapan bahwa semakin banyak *collaterizable assets*, semakin banyak aktiva tetap yang menjamin kreditur maka semakin kecil konflik yang terjadi antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Akibatnya semakin leluasa bagi pihak manajemen dalam membagikan *dividend* kepada pemegang saham. Hal ini ternyata tidak dapat digeneralisasikan pada perusahaan di Indonesia terutama pada tahun 2001-2003.

#### IV.5.2. Insider Ownership

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.6 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,354. Jadi untuk *insider ownership*  $P \text{ Value} > \alpha$  ( $0,354 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio* dan

menolak  $H_a$  yang menyatakan ada pengaruh secara signifikan *dividend pay out ratio*.

*Insider ownership* menunjukkan hubungan negatif terhadap *dividend pay out ratio*, yang mengidentifikasi bahwa masalah keagenan cenderung diturunkan melalui mekanisme pembayaran *dividend*. Meskipun demikian, hal ini tidak dapat digeneralisasikan pada perusahaan di Indonesia, karena tingkat kesalahan prediksinya 0,354. Taraf kesalahan prediksi ini lebih besar dari taraf signifikansinya pada level 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ).

#### IV.5.3. Free Cash Flow

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.6 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,822. Jadi untuk *free cash flow* P Value  $> \alpha$  ( $0,822 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio* dan menolak  $H_a$  yang menyatakan ada pengaruh secara signifikan *dividend pay out ratio*.

Hubungan positif antara *free cash flow* dan *dividend pay out ratio* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mollah et.al (dalam Handoko, 2002). Hipotesis Mollah et.al didasarkan pada anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend pay out ratio*. Hal ini ternyata juga tidak dapat digeneralisasikan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia, karena tingkat kesalahan prediksinya 0,822. Taraf kesalahan prediksi ini lebih besar dari taraf signifikansinya pada level 0,05 ( $\alpha = 0,05$ ).



#### IV. 6. Pengujian Koefisien Regresi Secara Simultan (Uji F)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat cukup bukti tentang variabel independen secara serentak variabel independen seperti *collaterizable assets*, *insider ownership*, dan *free cash flow* terhadap kebijakan *dividend*. Tarif nyata ( $\alpha$ ) yang di gunakan dalam penelitian ini adalah 5%.

Tabel 4.7  
Tabel Anova

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,108	3	,036	,437	,728 <sup>a</sup>
	Residual	2,133	26	,082		
	Total	2,240	29			

a. Predictors: (Constant), FCF, Collas, Insider Ownership

b. Dependent Variable: DPR

*Hipotesis :*

$H_0$  : Tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara serentak terhadap variabel dependen.

$H_a$  : Terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen secara serentak terhadap variabel dependen

Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.7 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,728. Jadi untuk pengaruh variabel-variabel independen secara serentak P Value  $> \alpha$  ( $0,728 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan dari variabel-variabel independen secara serentak terhadap variabel *dividend pay out ratio* dan menolak

$H_a$  yang menyatakan ada pengaruh secara signifikan dari variabel-variabel independen secara serentak terhadap *dividend pay out ratio*.

#### IV.7. Pengujian Koefisien Determinasi Berganda ( $R^2$ )

Dari hasil perhitungan yang telah dilakukan dengan menggunakan bantuan komputer koefisien determinasi menunjukkan nilai sebesar 0,048 ( $R^2 = 0,048$ ). Nilai ini menunjukkan bahwa variabel bebas berpengaruh sebesar 4,8% terhadap variabel tergantung. Dapat pula dikatakan bahwa 4,8% perubahan *dividend pay out ratio* mampu dijelaskan oleh faktor-faktor keagenan (*insider ownership, free cash flow, dan collateralizable assets*), sedangkan sisanya sebesar 95,2% dijelaskan oleh banyak faktor lain di luar penelitian ini.

## BAB V

### PENUTUP

#### V.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah diuraikan maka dapat disimpulkan beberapa hal :

Pengujian terhadap variabel *collaterizable assets* menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *collaterizable assets* dengan variabel dependen *dividend pay out ratio*, adalah negatif. Hubungan negatif antara *collaterizable assets* dan *dividend pay out ratio* sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Handoko (2002). Untuk *collaterizable assets* P Value  $> \alpha$  ( $0,635 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio*.

Pengujian terhadap variabel *insider ownership* menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *Insider Ownership* dengan variabel dependen *dividend Pay Out Ratio* adalah negatif. Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.6 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,354. Jadi untuk *insider ownership* P Value  $> \alpha$  ( $0,354 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio*

Pengujian terhadap variabel *free cash flow* menunjukkan arah hubungan antara variabel independen *Free Cash Flow*, dengan variabel dependen *dividend*

*pay out ratio* adalah positif. Berdasarkan hasil penelitian pada tabel 4.6 diperoleh nilai taraf signifikansi 0,822. Jadi untuk *free cash flow*  $P \text{ Value} > \alpha$  ( $0,822 > 0,05$ ). Kesimpulan yang dapat diambil adalah menerima  $H_0$  yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh secara signifikan terhadap variabel *dividend pay out ratio*.

Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa variabel bebas dalam penelitian ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend pay out ratio*. Perubahan *dividend pay out ratio* sebesar 4,8% mampu dijelaskan oleh faktor-faktor keagenan (*insider ownership*, *free cash flow*, dan *collaterzable asset*), sedangkan sisanya sebesar 95,2% dijelaskan oleh banyak faktor di luar penelitian ini.

## V.2. Keterbatasan Penelitian

1. Jumlah sampel lebih sedikit dibandingkan penelitian sebelumnya. Hal ini disebabkan terbatasnya perusahaan-perusahaan yang memiliki data *insider ownership* sekaligus membayarkan *dividend* pada tahun 2001-2003.
2. Data dari *insider ownership* dalam penelitian ini merupakan persentase kepemilikan saham dari komisaris dan direksi yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory*.

## V.3. Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Data *insider ownership* agar lebih akurat dapat mencantumkan induk atau anak perusahaan, bukan hanya komisaris dan direksi.

1. Menambah variabel lain yang belum dimasukkan dalam penelitian ini, misalnya tingkat pertumbuhan dan resiko perusahaan yang semuanya berpengaruh dalam masalah keagenan.
2. Menambah rentang waktu penelitian sehingga diperoleh jumlah sampel yang lebih banyak.



## REFRENSI

- Apriani, *Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Kenaikan atau Penurunan Dividen (studi Empiris pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri tidak Diregulasi)*, Simposium Nasional 8, 75-86
- Fuad, *Simultanitas dan "Trade-Off" Pengambilan Keputusan Finansial Dalam Mengurangi Konflik Agensi; Peran dari Corporate Ownership*, symposium Nasional 8, 262-276
- Gujarati, 1991 *Ekonometrika Dasar*, Jakarta : Erlangga
- Handoko, Jesica, *Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal widya manajemen dan Akuntansi.
- Mahadwarta dan Hartono 2002. *Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen*, Simposium Nasional Akuntansi 5. 635-647
- Nupikso, *Hubungan Antara Insider Ownership, Kebijakan Debt Dan Dividend Perusahaan*, (<http://www.Google.com>)
- Riyanto, Bambang, 1994. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi ketiga. Yogyakarta : Yayasan Badan Penerbit Gajah Mada
- Sudarmanto, R, 2005. *Analisis Regresi Linier Ganda Dengan SPSS*. Edisi satu. Yogyakarta : Graha Ilmu Yogyakarta
- Susilawati, Tri 2004 *Analisa Pengaruh Biaya Keagenan, Resiko dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen*, Skripsi Sarjana, Fakultas Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.

Uyara Sani A, *Moderasi Aliran Kas Bebas Hubungan Rasio Pembayaran Deviden dan Pengeluaran Modal Dengan Earning Response Coeficients*, Simposium Nasional Akuntansi 5, 16-26

Wahidawati 2002. *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflic : Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Deviden*, Simposium Nasional Akuntansi 5.601-608



**Lampiran 1****Daftar Nama Perusahaan**

No	Tahun	Nama Perusahaan	Kode
1	2001	PT. Sunson Textile Manufaktur	SSTM
2	2001	PT. Metro Data Electronics	MTDL
3	2001	PT. Lapindo Internasional	LAPD
4	2001	PT. Intraco Penta	INTA
5	2001	PT. Rimo Catur Lestari	RIMO
6	2001	PT. Bank Central Asia Tbk	BBCA
7	2001	PT. Lamicita Nusantara	LAMI
8	2002	PT. Duta Nusantara	DPNS
9	2002	PT. Dynaplast	DYNA
10	2002	PT. Fatra Polindo Nusa Industri	FPNI
11	2002	PT. Infusia Teknologi Global	IATG
12	2003	PT. Cahaya Kalbar	CEKA
13	2003	PT. Tunas Baru Lampung	TBLA
14	2003	PT. Gudang Garam	GGRM
15	2003	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna	HMSP
16	2003	PT. Aneka Kimia Raya	AKRA
17	2003	PT. Lautan Luas Tbk	LTLS
18	2003	PT. Lionmesh Prima	LMSH
19	2003	PT. Kedaunng Indah Can	KICI
20	2003	PT. Prima Alloy Steel Tbk	PRAS
21	2003	PT. Selamat Sempurna	SMSM
22	2003	PT. Berlian Laju Tanker	BLTA
23	2003	PT. Lion Metal Works	LION
24	2003	PT. Rig Tenders Indonesia	RIGS
25	2003	PT. Ramayana Lestari	RALS
26	2003	PT. Kresna Graha Sekurindo	KREN
27	2003	PT. Asuransi Harta Human Pratama	AHAP
28	2003	PT. Panorama Sentrawisata	PANR
29	2003	PT. Sona Topas Tourism Industry	SONA
30	2003	PT. Gema Graha Sarana	GEMA



**Lampiran 2****Daftar Data Variabel Penelitian****Tabel Dividend Pay Out Ratio**

No	Tahun	Nama Perusahaan	DPS	EPS	DPR
1	2001	PT. Sunson Textile Manufaktur	3	13	0,230769
2	2001	PT. Metro Data Electronics	11	53	0,207547
3	2001	PT. Lapindo Internasional	3	4	0,75
4	2001	PT. Intraco Penta	8	88	0,090909
5	2001	PT. Rimo Catur Lestari	2	16	0,125
6	2001	PT. Bank Central Asia Tbk	225	390	0,576923
7	2001	PT. Lamicita Nusantara	1	3	0,333333
8	2002	PT. Duta Nusantara	10	21	0,47619
9	2002	PT. Dynaplast	60	155	0,387097
10	2002	PT. Fatra Polindo Nusa Industri	25	70	0,357143
11	2002	PT. Infusia Teknologi Global	1	3	0,333333
12	2003	PT. Cahaya Kalbar	3	11	0,272727
13	2003	PT. Tunas Baru Lampung	5	16	0,3125
14	2003	PT. Gudang Garam	300	956	0,313808
15	2003	PT. Hanjaya Mandala Sampoerna	120	313	0,383387
16	2003	PT. Aneka Kimia Raya	50	259	0,19305
17	2003	PT. Lautan Luas Tbk	2	10	0,2
18	2003	PT. Lionmesh Prima	25	178	0,140449
19	2003	PT. Kedaunng Indah Can	20	-96	-0,20833
20	2003	PT. Prima Alloy Steel Tbk	10	101	0,09901
21	2003	PT. Selamat Sempurna	35	37	0,945946
22	2003	PT. Berlian Laju Tanker	15	72	0,208333
23	2003	PT. Lion Metal Works	90	241	0,373444
24	2003	PT. Rig Tenders Indonesia	500	476	1,05042
25	2003	PT. Ramayana Lestari	120	216	0,555556
26	2003	PT. Kresna Graha Sekurindo	1	8	0,125
27	2003	PT. Asuransi Harta Human Pratama	20	23	0,869565
28	2003	PT. Panorama Sentrawisata	3	5	0,6
29	2003	PT. Sona Topas Tourism Industry	3	31	0,096774
30	2003	PT. Gema Graha Sarana	8	15	0,533333

Tabel Insider Ownership

No	Tahun	Nama Perusahaan	Insider Ownership	Insider Ownership 2
1	2001	SSTM	10,4	0,104
2	2001	MTDL	0,4	0,004
3	2001	LAPD	0,45	0,0045
4	2001	INTA	3,3	0,033
5	2001	RIMO	4,12	0,0412
6	2001	BBCA	4,98	0,0498
7	2001	LAMI	0,01	0,0001
8	2002	DPNS	1,9	0,019
9	2002	DYNA	0,4	0,004
10	2002	FPNI	31,82	0,3182
11	2002	IATG	3,72	0,0372
12	2003	CEKA	5,34	0,0534
13	2003	TBLA	0,1	0,001
14	2003	GGRM	1,74	0,0174
15	2003	HMSB	1,97	0,0197
16	2003	AKRA	0,47	0,0047
17	2003	LTLS	3,64	0,0364
18	2003	LMSH	25,78	0,2578
19	2003	KICI	4,6	0,046
20	2003	PRAS	5,91	0,0591
21	2003	SMSM	1,9	0,019
22	2003	BLTA	0,06	0,0006
23	2003	LION	0,18	0,0018
24	2003	RIGS	0,03	0,0003
25	2003	RALS	3,71	0,0371
26	2003	KREN	51,51	0,5151
27	2003	AHAP	12,51	0,1251
28	2003	PANR	3,25	0,0325
29	2003	SONA	4,41	0,0441
30	2003	GEMA	0,26	0,0026

Table Free Cash Flow

No	Tahun	Kode	Laba Stlah PJK	Dividend	Deviden	Beban Penyusutan	Total Aktiva	FCF
1	2001	SSTM	11,085	892500000	892,5	27270,04	817,268	32,2888269
2	2001	MTDL	106,445	2,1991E+11	219910,3959	12754,58	537,519	-385,19452
3	2001	LAPD	1,136	774000000	774	1198,206	32,87	12,9401278
4	2001	INTA	15,229	1392000000	1392	9017,49	713,55	10,7080359
5	2001	RIMO	5,455	680000000	680	6115,3	195,49	27,8313724
6	2001	BBCA	3119,291	5,00373E+11	500373,0938	-121206	103206,297	-5,9924619
7	2001	LAMI	4,002	1146688000	1146,688	637,86	202,62	-2,4914915
8	2002	DPNS	2,651	1259458200	1259,4582	1455,206	125,604	1,57955798
9	2002	DYNA	46,883	18155666400	18155,6664	34961,86	526,788	31,9921422
10	2002	FPNI	28,844	1,29213E+11	129213	18282,24	240,295	-461,52403
11	2002	IATG	4,544	1603344500	1603,3445	5225,142	117,493	30,8643196
12	2003	CEKA	3,175	595000000	595	20979,84	295249	0,06905363
13	2003	TBLA	25,289	8076936000	8076,936	-70205,1	295,249	-265,05339
14	2003	GGRM	1838,673	1,35E+12	1350000	283833	17338,899	-61,383847
15	2003	HMSP	1406,844	2,30891E+11	230890,56	123442	10197,768	-10,398522
16	2003	AKRA	53,853	10400000000	10400	13557,59	692,237	4,63922472
17	2003	LTLS	7,647	1560000000	1560	29494,53	1228,714	22,7408934
18	2003	LMSH	1,709	2400000000	240	1163,21	34,163	27,0737055
19	2003	KICI	-13,198	2760000000	2760		177,457	-15,627437
20	2003	PRAS	11,936	760000000	760	23103,51	368,825	60,6126103
21	2003	SMSM	47,098	9090681600	9090,6816	48057,42	632,61	61,6712294
22	2003	BLTA	149,15	31021465020	31021,46502	32601,16	3010,417	0,57428754
23	2003	LION	12,55	4681440000	4681,44	1751,18	119,865	-24,341634
24	2003	RIGS	28,994	30456500000	30456,5	9301,78	455,582	-46,370853
25	2003	RAIS	302,534	1,68E+11	168000	74466	2512,276	-37,11036
26	2003	KREN	2,854	265000000	265	1039,06	70,104	11,0823063
27	2003	AHAP	3,237	640000000	640	413,62	32,132	-6,9445724
28	2003	PANR	2,139	1200000000	1200	6284,54	223,125	22,7974409
29	2003	SONA	10,398	1490400000	1490,4	21828,79	365,797	55,6286356
30	2003	GEMA	4,84	2560000000	2560	11311,7	71,178	123,023125

Tabel Cillaterizabel Assets

No	Tahun	Nama Perusahaan	Total Aktiva Tetap	Akumulasi penyusutan	Akm Penyusutan	Total Aktiva	Collas
1	2001	SSTM	482,983	129.964.183.074	129.964	817,268	323,960,2766
2	2001	MTDL	138,255	44.902.663.452	44.903	537,519	54,71811395
3	2001	LAPD	17,653	2.569.682.340	2.570	32,87	-60,52413234
4	2001	INTA	330,767	26.455.160.638	26.455	713,55	293,6915874
5	2001	RIMO	72,433	14.194.400.787	14.194	195,49	-0,176344657
6	2001	BBCA	2131,275	615.631.700.000	615.632	103206,297	2125,309941
7	2001	LAMI	126,828	50.050.720.000	50.051	202,62	-120,1896685
8	2002	DPNS	36,81	23.484.497.345	23.484	125,604	-150,1625275
9	2002	DYNA	372,777	170.965.999.021	170.966	526,788	48,23278293
10	2002	FPNI	176,803	95.934.369.514	95.934	240,295	-222,4328123
11	2002	IATG	69,892	9.400.922.390	9.401	117,493	-10,12061684
12	2003	CEKA	161,203	119.423.845.364	119.424	295249	160,7985148
13	2003	TBLA	831,172	52.075.267.000	52.075	295,249	654,7945457
14	2003	GGRM	5415,236	1.694.691.000.000	1.694.691	17338,899	5317,496749
15	2003	HMSP	3241,614	907.951.000.000	907.951	10197,768	3152,579713
16	2003	AKRA	261,578	79.180.159.000	79.180	692,237	147,1949794
17	2003	LTLS	524,483	108.563.563.129	108.564	1228,714	436,1275624
18	2003	LMSH	13,332	10.642.965.662	10.643	34,163	-298,202867
19	2003	KICI	106,18	9.388.251.390	9.388	177,457	53,2756266
20	2003	PRAS	122,365	127.785.799.898	127.786	368,825	-224,1022945
21	2003	SMSM	267,228	280.339.097.190	280.339	632,61	-175,9188001
22	2003	BLTA	2419,606	817.807.992.665	817.808	3010,417	2147,946628
23	2003	LION	26,915	22.923.652.089	22.924	119,865	-164,3305854
24	2003	RIGS	145,685	68.017.410.000	68.017	455,582	-3,612843198
25	2003	RALS	966,254	314.415.000.000	314.415	2512,276	841,1025437
26	2003	KREN	3883	2.657.599.774	2.658	70,104	3845,090611
27	2003	AHAP	20,779	1.735.115.192	1.735	32,132	-33,22060139
28	2003	PANR	101,178	26.535.019.000	26.535	223,125	-17,7484549
29	2003	SONA	254,784	117.755.552.360	117.756	365,797	-67,13103036
30	2003	GEMA	20,126	4.595.520.786	4.596	71,178	-44,43778075

### Lampiran 3 Hasil Uji Statistik

## Regression

### Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
DPR	,36444043	,277948457	30
Collas	602,4033	1353,439992	30
Insider Ownership	,08591867	,138646404	30
FCF	-26,1439	124,7282430	30

### Correlations

		DPR	Collas	Insider Ownership	FCF
Pearson Correlation	DPR	1,000	-,112	-,194	,054
	Collas	-,112	1,000	,108	,001
	Insider Ownership	-,194	,108	1,000	-,058
	FCF	,054	,001	-,058	1,000
Sig. (1-tailed)	DPR	,	,278	,152	,388
	Collas	,278	,	,285	,497
	Insider Ownership	,152	,285	,	,380
	FCF	,388	,497	,380	,
N	DPR	30	30	30	30
	Collas	30	30	30	30
	Insider Ownership	30	30	30	30
	FCF	30	30	30	30

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

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	FCF, Collas, Insider Ownership <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,219 <sup>a</sup>	,048	-,062	,286407135	1,850

a. Predictors: (Constant), FCF, Collas, Insider Ownership

b. Dependent Variable: DPR

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

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,108	3	,036	,437	,728 <sup>a</sup>
	Residual	2,133	26	,082		
	Total	2,240	29			

a. Predictors: (Constant), FCF, Collas, Insider Ownership

b. Dependent Variable: DPR

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

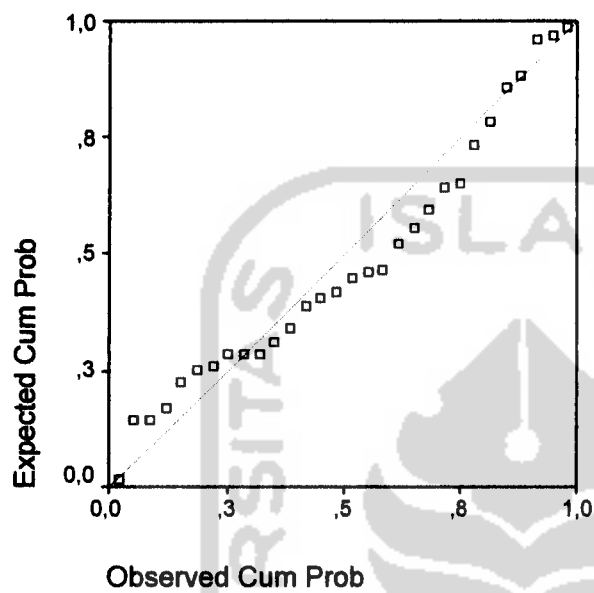
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,410	,066		6,235	,000		
	Collas	-1,90E-05	,000	-,092	-,480	,635	,988	1,012
	Insider Ownership	-,365	,387	-,182	-,943	,354	,985	1,015
	FCF	9,714E-05	,000	,044	,227	,822	,997	1,003

a. Dependent Variable: DPR

### Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	Collas	Insider Ownership	FCF
1	1	1,918	1,000	,12	,10	,12	,04
	2	,937	1,431	,00	,10	,01	,88
	3	,701	1,654	,03	,69	,34	,06
	4	,444	2,078	,85	,11	,54	,02

a. Dependent Variable: DPR

**Charts****Normal P-P Plot of Regression :****Dependent Variable: DPR**

## Lampiran 4

## Hasil Uji Untuk Heteroskedastisitas

## Regression

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

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

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Collas

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,112 <sup>a</sup>	,013	-,023	1368,74338

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: Collas

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	665357,9	1	665357,937	,355	,556 <sup>a</sup>
	Residual	52456837	28	1873458,449		
	Total	53122195	29			

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: Collas

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	801,009	416,548		1,923	,065
	DPR	-544,960	914,447	-,112	-,596	,556

a. Dependent Variable: Collas



**Casewise Diagnostics<sup>a</sup>**

Case Number	Std. Residual	Collas
14	3,425	5317,497

a. Dependent Variable: Collas

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	228,5720	914,5417	602,4033	151,4707138	30
Residual	-1022,67	4687,501	,00000000	1344,937334	30
Std. Predicted Value	-2,468	2,061	,000	1,000	30
Std. Residual	-,747	3,425	,000	,983	30

a. Dependent Variable: Collas

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

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

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Insider Ownership

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

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,194 <sup>a</sup>	,038	,003	,138409024

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: Insider Ownership

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

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,021	1	,021	1,100	,303 <sup>a</sup>
	Residual	,536	28	,019		
	Total	,557	29			

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: Insider Ownership

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,121	,042		2,879	,008
	DPR	-9,70E-02	,092	-,194	-1,049	,303

a. Dependent Variable: Insider Ownership

Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,01940336	,14145705	,08591867	,026950986	30
Residual	-,100995	,40596423	,00000000	,136001727	30
Std. Predicted Value	-2,468	2,081	,000	1,000	30
Std. Residual	-,730	2,933	,000	,983	30

a. Dependent Variable: Insider Ownership

## Regression

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

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

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: FCF

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,054 <sup>a</sup>	,003	-,033	126,750641

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: FCF

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1316,600	1	1316,600	,082	,777 <sup>a</sup>
	Residual	449840,3	28	16065,725		
	Total	451156,9	29			

a. Predictors: (Constant), DPR

b. Dependent Variable: FCF

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-34,979	38,574		-,907	,372
	DPR	24,242	84,681	,054	,286	,777

a. Dependent Variable: FCF

Casewise Diagnostics<sup>a</sup>

Case Number	Std. Residual	FCF
10	-3,434	-461,524

a. Dependent Variable: FCF

Residuals Statistics<sup>a</sup>

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-40,0289	-9,51454	-26,1439	6,737953100	30
Residual	-435,203	145,0726	,00000000	124,5461143	30
Std. Predicted Value	-2,061	2,468	,000	1,000	30
Std. Residual	-3,434	1,145	,000	,983	30

a. Dependent Variable: FCF

## Correlations

Correlations

		Collas	Insider Ownership	FCF	AX1	AX2	AX3
Collas	Pearson Correlation	1	,108	,001	,916**	,174	-,196
	Sig. (2-tailed)	.	,571	,995	,000	,357	,299
	N	30	30	30	30	30	30
Insider Ownership	Pearson Correlation	,108	1	-,058	,210	,908**	,169
	Sig. (2-tailed)	,571	.	,761	,265	,000	,372
	N	30	30	30	30	30	30
FCF	Pearson Correlation	,001	-,058	1	,020	-,144	-,843**
	Sig. (2-tailed)	,995	,761	.	,915	,447	,000
	N	30	30	30	30	30	30
AX1	Pearson Correlation	,916**	,210	,020	1	,270	-,151
	Sig. (2-tailed)	,000	,265	,915	.	,150	,426
	N	30	30	30	30	30	30
AX2	Pearson Correlation	,174	,908**	-,144	,270	1	,224
	Sig. (2-tailed)	,357	,000	,447	,150	.	,235
	N	30	30	30	30	30	30
AX3	Pearson Correlation	-,196	,169	-,843**	-,151	,224	1
	Sig. (2-tailed)	,299	,372	,000	,426	,235	.
	N	30	30	30	30	30	30

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

## Nonparametric Correlations

Correlations

		Collas	Insider Ownership	FCF	AX1	AX	AX3
Spearman's rho Collas	Correlation Coefficient	1,000	-,094	-,318	,029	2 -,074	-,266
	Sig. (2-tailed)	.	,622	,087	,880	,699	,15
	N	30	30	30	30	30	3
Insider Ownership	Correlation Coefficient	-,094	1,000	,257	,207	,174	,12
	Sig. (2-tailed)	,62	.	,171	,273	,357	,52
	N	30	30	30	30	30	3
FCF	Correlation Coefficient	-,318	,257	1,000	-,049	-,152	,36 *
	Sig. (2-tailed)	,08	,171	.	,796	,421	,06
	N	30	30	30	30	30	3
AX1	Correlation Coefficient	,02	,207	-,049	1,000	,380*	-,111
	Sig. (2-tailed)	,88	,273	,796	.	,038	,55
	N	30	30	30	30	30	3
AX2	Correlation Coefficient	-,074	,174	-,152	,380*	1,000	,17
	Sig. (2-tailed)	,69	,357	,421	,038	.	,35
	N	30	30	30	30	30	3
AX3	Correlation Coefficient	-,266	,121	,362*	-,111	,176	1,000
	Sig. (2-tailed)	,155	,523	,069	,559	,354	.
	N	3	30	30	30	30	30

\* . Correlation is significant at the .05 level (2-tailed).