

ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*, RASIO-RASIO KEUANGAN DAN *CASH FLOW* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007)

Beni Pulunggono, SE

Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA, DER, dan Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) pada perusahaan yang listed di BEJ periode 2005-2007. Teknik sampling yang digunakan adalah purposive sampling dengan kriteria: (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2005-2007, (2) perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen per Desember 2005-2007 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2005-2007. Data diperoleh berdasarkan publikasi Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2008). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 17 perusahaan dari 343 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan level of significance 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Selama periode pengamatan menunjukkan bahwa data penelitian berdistribusi normal. Berdasarkan hasil penelitian tidak ditemukan adanya penyimpangan asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk menggunakan model persamaan regresi linier berganda. Dari hasil analisis pada perusahaan menunjukkan bahwa data kepemilikan institusi dan ROA secara parsial signifikan terhadap DPR di BEI periode 2005-2007 pada level of significance kurang dari 5%, sedangkan kepemilikan saham manajemen, IOS, Cash Flow dan DER tidak signifikan terhadap DPR dengan level of significance lebih besar dari 5%.

Kata Kunci:

“Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA, DER, Cash Flow, dan Dividend Payout Ratio (DPR)”.

I. PENDAHULUAN

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Dalam hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham, 2005).

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak (EAT) dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan

bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995 dalam Tarjo dan Hartono, 2003).

Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Miller dan Modigliani (1961) dalam Saxena (1999), telah mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya disusul dengan beberapa studi yang membahas tentang pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Brigham (2005) juga mengatakan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil.

Husnan (1989) menyatakan bahwa perusahaan lebih suka menahan keuntungan daripada membagikan dalam bentuk dividen, sedangkan investor lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasikan dalam bentuk *capital gain*. Oleh karena adanya kepentingan yang berbeda antara pihak perusahaan dengan investor, maka perusahaan harus dapat mengambil suatu kebijakan dividen yang membawa manfaat khususnya bagi peningkatan kemakmuran para pemegang saham.

Komposisi kepemilikan dari perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia berbeda dengan komposisi perusahaan yang belum *go public*. Perbedaan yang sangat nyata adalah bahwa pada perusahaan yang telah *go public* terdapat komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh

masyarakat umum (lebih dari 300 investor), sedangkan pada perusahaan yang tertutup, saham yang dimiliki kurang dari 300 investor. Adanya komposisi kepemilikan yang dimiliki oleh publik ini tentu menimbulkan implikasi bagi perusahaan. Pemegang saham dari kalangan publik ini akan meminta imbal hasil dari investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan dalam bentuk dividen. Sementara itu pihak manajemen akan merasa keberatan apabila nilai dividen yang diberikan kepada pemegang saham memiliki jumlah yang besar, karena pihak internal dapat memiliki keinginan untuk menggunakan keuntungan yang diperoleh untuk memperluas kegiatan operasinya (benturan kepentingan ini seringkali) dibahas dalam teori keagenan (*agency theory*).

Berdasarkan teori keagenan, diketahui bahwa kepentingan manajer selaku pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham (Eloumi dan Gueyie, 2001). Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan keuntungan pribadi (gaji), berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan harga saham yang menjadi tujuan dari pemegang saham. Tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa mendatang dan tindakan mereka tidaklah dapat diawasi dengan detail oleh pemegang saham. Sehingga biaya agensi antara manajer dengan pemegang saham akan meningkat, pada perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi. Pemegang saham perusahaan tersebut akan sangat mungkin bergantung kepada insentif guna memotivasi manajer untuk melakukan kepentingannya, hal ini tentu akan berdampak pada pembagian dividen perusahaan. Sehingga seringkali pembahasan mengenai dividen

haruslah mengacu pada kerangka teori keagenan.

Teori keagenan (*agency theory*) telah menjadi basis penelitian yang kuat dalam disiplin keuangan dan akuntansi (Syukri Abdullah, 2001). Dalam kajian tentang keuangan perusahaan, penekanan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran manajer dan kemakmuran pemilik perusahaan, seperti kebijakan struktur modal, kebijakan dividend an kepemilikan manajerial merupakan topik yang diteliti secara luas dan mendalam untuk melihat bagaimana pola konflik kepentingan di antara manajer dan pemilik perusahaan.

Aplikasi teori keagenan (*agency theory*) semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana dari pasar modal. Teori asimetri informasi yang menyatakan adanya perbedaan kepemilikan informasi antara manajer dengan investor (dimana manajer memiliki informasi yang lebih lengkap daripada investor), memberi pemahaman dan bukti empiris bahwa terdapat biaya dalam hubungan antara manajer (pihak internal) dan investor. Syukri Abdullah, (2001) menjelaskan bagaimana biaya tersebut terjadi berdasarkan teori ekonomi yang memandang hubungan diantara kedua belah pihak sebagai suatu pemberian wewenang oleh pemilik kepada manajer untuk bertindak dalam garis kepentingan pemilik.

Masalah keagenan yang terjadi disebabkan adanya kemungkinan manajemen bertindak tidak sesuai dengan keinginan principal, karena manajemen berkeinginan untuk meningkatkan kemakmurannya. Selain itu manajemen juga dapat memilih struktur modal perusahaan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen yang menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) yang terjadi dalam konflik kepentingan tersebut.

Syukriy Abdullah (2001) melakukan kajian mengenai pengaruh dari kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, laba dan pertumbuhan perusahaan terhadap *dividen payout ratio* dari perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 1994-1996 yang dipilih secara *purposive*. Hasil penelitian Syukriy Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan manajerial dan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Artinya bila kepemilikan saham yang dimiliki manajemen meningkat, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, hal tersebut dapat menurunkan dividen dengan asumsi perusahaan sedang melakukan ekspansi usaha.

Hatta (2002) menguji pengaruh antara pertumbuhan asset, insider ownership, free cash flow dan Ukuran perusahaan terhadap Dividen Payout Ratio (DPR), dimana hasil penelitiannya menunjukkan bahwa hanya pertumbuhan asset yang berpengaruh signifikan terhadap DPR pada perusahaan manufaktur yang listed di BEI periode 1993-1999, sementara ketiga variabel lainnya yaitu insider ownership, free cash flow dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

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

Wahidahwati (2002) melakukan penelitian

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

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

Amidu dan Abor (2006) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada 22 perusahaan yang listed di Ghana Stock Exchange pada periode tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi DPR adalah: *profitability, cash flow, tax, risk, insider ownership, growth, dan market to book value*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability, cash flow, tax* berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara *risk, insider ownership, growth, dan market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

Data empiris dari ketujuh rasio tersebut dapat dilihat dalam Tabel 1.1 sebagai berikut:

Tabel 1.1
Data Rata-rata Variabel Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusi, IOS, ROA, DER, Cash Flow, dan DPR Perusahaan yang Listed di BEI Periode 2005-2007

Variabel	Th.2005	Th.2006	Th.2007
<i>Kepemilikan Manajerial (%)</i>	3,161	3,161	3,160
<i>Kepemilikan Institusi (%)</i>	65,996	66,002	66,002
<i>Investmen Opportunity Set (%)</i>	1,17	1,44	1,94
<i>Return On Asset (%)</i>	6,52	7,10	9,26
<i>Debt Equity Ratio (%)</i>	1,19	1,30	1,70
<i>Cash Flow (Ln)</i>	11,58	11,85	12,16
<i>Dividend Payout Ratio (%)</i>	32,60	35,27	30,72

Sumber: ICMD 2008, diolah

Berdasarkan Tabel 1.1 diatas, ROA, DER, dan Cash Flow menunjukkan trend yang meningkat, pada tahun 2006-2007, sementara DPR menunjukkan trend yang menurun, sehingga terjadi fenomena gap, dimana ROA, DER, dan Cash Flow mempunyai pengaruh yang tidak searah dengan DPR, dimana DPR menunjukkan trend yang menurun. Kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusi pada periode tahun 2005-2006 menunjukkan trend yang tidak searah dengan DPR, hal ini menimbulkan fenomena gap, dimana secara teoritis Kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusi yang turun akan meningkatkan DPR.

Permasalahan pertama dalam penelitian ini berdasarkan adanya fenomena empiris seperti yang ditunjukkan pada Tabel 1.1 yaitu adanya ketidakkonsistenan, yaitu ROA, DER, dan Cash Flow menunjukkan trend yang meningkat, pada tahun 2006-2007, sementara DPR menunjukkan trend yang menurun, sehingga terjadi fenomena gap, dimana ROA, DER, dan Cash Flow mempunyai pengaruh yang tidak searah dengan DPR, dimana DPR menunjukkan trend yang menurun. Kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusi pada periode tahun 2005-2006 menunjukkan trend yang tidak

searah dengan DPR, hal ini menimbulkan fenomena gap, dimana secara teoritis Kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusi yang turun akan meningkatkan DPR, serta didukung permasalahan kedua yaitu adanya *research gap* dari beberapa peneliti terdahulu.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu menunjukkan beberapa *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap DPR yaitu: (1) kepemilikan manajerial dinyatakan berpengaruh negatif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; Chen dan Steiner, 1999; Mahadwartha dan Hartono, 2002; Amidu dan Abor, 2006), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002); dan Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menunjukkan pengaruh positif tetapi tidak signifikan atas kepemilikan manajerial terhadap DPR, (2) Kepemilikan institusi dinyatakan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap DPR (Hatta, 2002) sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, (3) IOS dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap DPR (Mahadwartha dan Hartono, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menunjukkan adanya

pengaruh negatif IOS terhadap DPR, dan (4) *Return on asset* (ROA) dinyatakan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wahidahwati (2002) dan Amidu dan Abor (2006) yang menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR sehingga perlu dilakukan penelitian lanjutan, (5) *Debt equity ratio* (DER) dinyatakan berpengaruh positif terhadap DPR (Jensen et al., 1992; dan Wahidahwati, 2002), namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DER terhadap DPR, dan (6) Partington (1989) menunjukkan bahwa variabel *cash flow* tidak dapat ditemukan sebagai faktor penting dalam kebijakan deviden. Namun penelitian lain (Darky, 1957 dalam Partington 1989; dan Brittain, 1966) menunjukkan bahwa *net cash flow* merupakan kemampuan pemasukan untuk membayar deviden tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya.

Berdasarkan uraian di atas maka masalah penelitian adalah adanya inkonsistensi hasil penelitian mengenai pengaruh variable independen (kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, IOS, ROA, DER, dan *cash flow*) terhadap variable dependen (DPR) dan adanya fenomena bisnis pembagian DPR yang cenderung menurun pada periode tahun 2004-2006.

Berdasarkan permasalahan penelitian (*research problem*) tersebut di atas maka, dapat dirumuskan pertanyaan penelitian (*research question*) sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*?
2. Bagaimana pengaruh kepemilikan institusi terhadap *dividend payout ratio*?

3. Bagaimana pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*?
4. Bagaimana pengaruh *return on asset* (ROA) terhadap *dividend payout ratio*?
5. Bagaimana pengaruh *debt equity ratio* (DER) terhadap *dividend payout ratio*?
6. Bagaimana pengaruh *cash flow* terhadap *dividend payout ratio*?

II. TELAHAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

2.1. Telaah Pustaka

2.1.1. Dividend Payout Ratio

Jogiyanto Hartono (1998) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* diukur sebagai deviden yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Jadi *dividend payout ratio* merupakan prosentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham umum dari laba yang diperoleh perusahaan. *Dividend payout ratio* (DPR) dapat dihitung dengan rumus (Brigham, 1983) :

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

Dimana :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

Sementara itu Robert Ang (1997) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividend per share* terhadap pertumbuhan *earning share*. Dividen merupakan salah satu

tujuan investor melakukan investasi saham (Robbert Ang, 1997), sehingga apabila besarnya dividen tidak sesuai dengan yang diharapkan maka ia akan cenderung tidak membeli suatu saham atau menjual saham tersebut apabila telah memilikinya.

Kajian mengenai dividend payout ratio diperkenalkan oleh Lintner pada tahun 1956 (Brav *et al.*, 2003). Brav *et al.* (2003) menyatakan bahwa Lintner mengembangkan suatu pemahaman modern mengenai kebijakan dividen. *Dividend payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. *Dividend payout ratio* seringkali dikaitkan dengan signaling theory (Jogiyanto Hartono, 1998). Dividend payout ratio yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. Akibatnya sinyal buruk akan muncul karena mengindikasikan bahwa perusahaan kekurangan dana. Kondisi ini akan menyebabkan preferensi investor akan suatu saham berkurang karena investor memiliki preferensi yang sangat kuat atas dividen (Brav *et al.*, 2003). Sehingga perusahaan akan selalu berupaya untuk mempertahankan *dividend payout ratio* meskipun terjadi penurunan jumlah laba yang diperolehnya.

Pentingnya kebijakan dividen terutama yang berkaitan dengan *dividend payout ratio* juga telah dibahas oleh Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000). Miller dan Modigliani (1961) dalam Adaoglu (2000) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan dividen akan selalu dievaluasi oleh investor sebagai sinyal atas kemampuan masa depan perusahaan.

2.1.2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR)

Berikut dijelaskan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Ang, 1997).

2.1.2.1. Kepemilikan Manajerial

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Adhi A.W., 2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini secara khusus akan mengkaji kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen (Jensen *et al.*, 1992).

Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil.

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2.2. Kepemilikan Institusi

Teori *Clientele Effect* dari Modigliani-Miller menyatakan bahwa pemegang saham

yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen maka konsentrasi/penyebaran kekuasaan menjadi suatu hal yang relevan. Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi lain dalam bentuk perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998).

Kepemilikan saham institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998), dimana hal tersebut akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan dan peningkatan dividend, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan meningkatkan DPR.

Berdasarkan uraian tersebut diatas dapat dirumuskan menjadi hipotesis alternatif kedua sebagai berikut:

H 2 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2.3. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan

perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Myers (1977) sebagaimana dikutip oleh Adi Prasetyo (2001) memperkenalkan istilah *Investment Opportunity Set (IOS)* yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Dalam hal ini, nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993), Adi Prasetyo (2001) menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang tidak dapat di observasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel-variabel lain.

Imam Subekti dan I.W. Kusuma (2001) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Gaver dan Gaver (1993), Jones dan Sharna (2001) dan Kallapur dan Trombley (2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut :

1. Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang

tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).

2. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.
3. Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

Meskipun terdapat 3 klarifikasi proksi IOS, namun penelitian ini hanya akan menggunakan satu proksi IOS saja yaitu *book to market equity* (BVE/MVE) yang kemudian disempurnakan oleh Smith dan Watts (1992) dan Jogiyanto Hartono (1999) dan Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menjadi MVE / BVE yang masuk dalam kategori proksi berdasarkan harga. Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999), variabel tersebut merupakan proksi yang paling valid digunakan, selain itu variabel tersebut merupakan proksi yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan di Amerika Serikat (Gaver dan Gaver, 1993) dan di Indonesia (Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi, 2003). Bahkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam Elloumi dan Gueyie (2001) menemukan bahwa proksi ini memiliki korelasi sangat tinggi dengan pertumbuhan di masa mendatang. Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya. Elloumi dan Gueyie (2001) kemudian

menyimpulkan bahwa proksi ini lebih baik dan dapat mengurangi tingkat kesalahan yang ada.

Tarjo dan Jogiyanto Hartono (2003) menyatakan bahwa rasio *market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Rumus MVE / BVE ini adalah sebagai berikut :

$$MVE / BVE : \frac{MC}{TE}$$

dimana;

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

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

TE : Total ekuitas

J.A. Saputro (2002) dalam penelitian menemukan bahwa proksi IOS berkorelasi positif dengan pertumbuhan, sehingga perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Hal yang sama juga ditemukan oleh Elloumi dan Gueyie (2001). Investasi di masa depan akan mempengaruhi nilai perusahaan, sehingga Myers (1977) dalam Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) mengatakan bahwa nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi masa depannya. Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan

penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984). Masing-masing perusahaan mempunyai IOS yang berbeda-beda tergantung dari spesifik aktiva yang dimiliki (Kester, 1986). Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif.

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 3 : *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2.4. Return On Assets (ROA)

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan / laba bagi perusahaan (Clara E.S., 2001). Hal yang senada juga dinyatakan oleh Robbert Ang (1997) yang menyebutkan bahwa ratio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Nilai ROA dapat diukur dengan rumus (Robbert Ang, 1997):

$$ROA : \frac{NIAT}{TA}$$

dimana;

ROA : *Return On Assets*
NIAT : *Net Income After Tax*
TA : *Total Assets*

Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relative tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) dalam Wahidahwati (2002) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi.

Jensen *et al.* (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula cash flow dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas di ikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran dividen. Pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen adalah positif (Fitri Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 4 : *ROA* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2.5. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders'e equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). *Debt to equity ratio* (DER) dapat digunakan sebagai proksi rasio solvabilitas (Syahib Natarsyah, 2000). Yogo Purnomo (1998) menyatakan bahwa DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Modigliani dan Miller (1968)

menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Sehingga dengan menggunakan hutang perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar. Robbert Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER : \frac{TD}{TE}$$

dimana;

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Syukriy Abdullah (2001) mengemukakan bahwa pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jogiyanto Hartono, 2000 ; P.A. Mahadwartha dan Jogiyanto Hartono, 2002).

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 5 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.1.2.6. Cash Flow

Aliran kas bersih (*net cash flow*) sering

digunakan sebagai ukuran kelayakan suatu proyek yang diperoleh dari selisih antara aliran kas masuk (*cash inflow*) dengan aliran kas keluar (*cash outflow*). Suatu proyek dinyatakan layak apabila net cash flow positif. Dalam studi kelayakan proyek tersebut, *net cash flow* yang diperhitungkan bukan aliran kas yang telah terjadi tetapi sebagai proyeksi di masa depan dari proyek yang akan didirikan, sehingga kelayakan proyek tidak semata-mata diukur dari *net cash flow*; tetapi terdapat ukuran selanjutnya seperti pendekatan-pendekatan nilai sekarang (*present value*) yang diukur dari *net present value* (NPV), *profitability index* (PI) dan *internal rate of return* (IRR) (Suad Husnan, 1992: pp. 213).

Penelitian ini menggunakan konsep aliran kas bersih (*net cash flow*) bukan didasarkan atas proyeksi kas di masa mendatang (Suad Husnan, 1998) maupun *cash flow* yang diukur dari penting tidaknya tanggapan manajemen dalam keputusan dividen (Partington, 1989). Namun ukuran *cash flow* yang digunakan adalah *cash flow* yang diperoleh dari aliran kas yang telah terjadi yang tercermin dalam laporan arus kas yang terdiri dari arus kas dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan. Dengan demikian secara matematis, *cash flow* (CF) dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$CF = AKO + AKI + AKP$$

dimana: CF = arus kas (cash flow), AKO = arus kas bersih dari aktivitas operasi, AKI = arus kas bersih dari aktivitas investasi dan AKP = arus kas bersih dari aktivitas pendanaan.

Jika *cash flow* meningkat, maka hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan

demikian meningkatnya *cash flow* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor, sehingga terdapat kemungkinan *cash flow* berpengaruh positif terhadap pendapatan dividen. Penelitian Darcy, (1957) dalam Partington (1989) menunjukkan bahwa *net cash flow* merupakan kemampuan pemasukan untuk membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya. Lebih jauh, Brittain (1966) menunjukkan bahwa *cash flow* merupakan penentu dividen yang penting (lebih penting daripada likuiditas).

Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H 6 : Cash Flow berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

2.2. Kerangka Pemikiran Penelitian

Variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, *investment opportunity set* (IOS), ROA, *debt to equity ratio* dan *cash flow* pada penelitian ini diperkirakan memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hubungan variabel-variabel independen terhadap DPR dapat dijelaskan sebagai berikut:

2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap DPR

Secara empiris Jensen et al. (1992) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini sesuai dengan yang disampaikan Hatta (2002) yang menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan atas kepemilikan manajerial terhadap DPR. Sehingga dapat disimpulkan kepemilikan saham oleh manajemen berpengaruh terhadap pengaruh positif terhadap pembagian DPR. Hal tersebut berarti bertambahnya kepemilikan manajerial akan menambah DPR yang dibagikan kepada pemegang saham.

2.2.2. Pengaruh Kepemilikan Institusi Terhadap DPR

Kepemilikan saham institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja insider (Moh'd et al, 1998), dimana hal tersebut akan berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan dan peningkatan dividend, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan meningkatkan DPR.

2.3.3. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap DPR

Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk keperluan investasi (Myers dan Majluf, 1984). Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen, Fitri Ismiyanti dan M.Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh IOS terhadap kebijakan dividen adalah negatif. Sehingga apabila terdapat peningkatan IOS maka akan menurunkan pembagian DPR.

2.2.4. Pengaruh *Return On Asset* Terhadap DPR

Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi (Jensen et al, 1992). Hal ini dipertegas lagi oleh Fitri Ismiyanti dan Hanafi (2003) yang menyatakan bahwa pengaruh ROA terhadap kebijakan dividen adalah positif. Dengan demikian maka apabila ROA bertambah maka akan bertambah pula nilai DPR yang dibagikan pada pemegang saham.

2.2.5. Pengaruh *Debt to Equity Ratio* Terhadap DPR

Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya. Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian Fitri Ismiyanti dan M. Hanafi (2003) yang salah satunya menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap dividend payout ratio. Hal tersebut berarti apabila nilai DER bertambah maka nilai DPR juga akan bertambah.

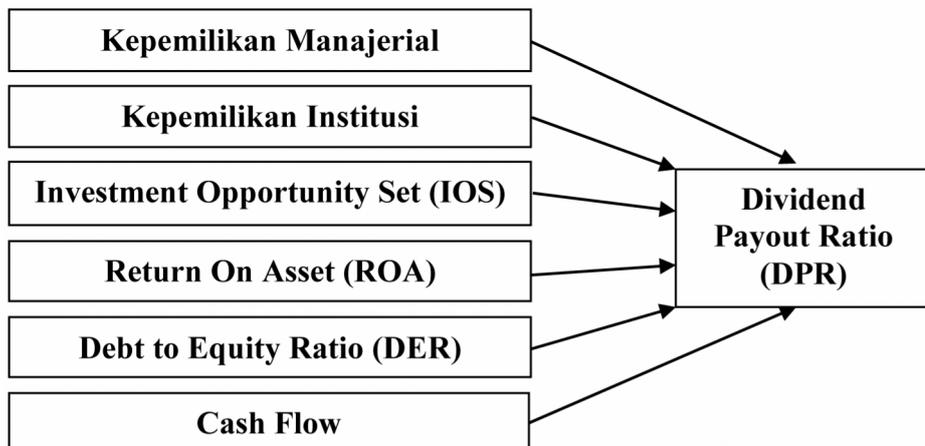
2.2.6. Pengaruh *Cash Flow* Terhadap DPR

Cash flow merupakan kemampuan pemasukan untuk membayar dividen tanpa harus menjual atau mengeluarkan surat-surat berharga lainnya. Lebih jauh, Brittain (1966) menunjukkan bahwa *cash flow* merupakan penentu dividen yang penting (lebih penting daripada likuiditas). Amidu dan Abor (2006) mendapati bahwa *cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen payout ratio. Hal tersebut berarti bertambahnya nilai *cash flow* akan diikuti dengan bertambahnya tingkat DPR.

2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan dalam gambar sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber : Teori Hatta (2002), Moh'd et al (1998), Fitri Ismiyati dan M. Hanafi (2003), Amidu dan Abor (2006) dikembangkan untuk penelitian tesis

2.4. Perumusan Hipotesis

- 1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- 2 : Kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- 3 : *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- 4 : *ROA* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- 5 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*
- 6 : *Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

III. METODE PENELITIAN

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan per Desember 2005-2007, (2) perusahaan yang sahamnya ikut dimiliki manajemen per Desember 2005-2007 dan (3) perusahaan yang secara kontinyu membagikan dividen per Desember 2005-2007. Data diperoleh

berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2008)*. Diperoleh jumlah sampel sebanyak 17 perusahaan dari 343 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

IV. ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Analisis

Berdasarkan hasil output SPSS nampak bahwa pengaruh secara bersama-sama empat variabel independen tersebut (Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Investment Opportunity Set (IOS), Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), dan Cash Flow) terhadap DPR seperti ditunjukkan pada Tabel 4.1. sebagai berikut :

Tabel 4.1
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11935,756	6	1989,293	2,937	,017 ^a
	Residual	29803,450	44	677,351		
	Total	41739,206	50			

a. Predictors: (Constant), CashFlow, Kepinst, DER, ROA, Kepman, IOS

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions

Dari hasil perhitungan diperoleh nilai F sebesar 2,937 dan nilai signifikansi sebesar 0,017. Karena F hitung (2,937) > F tabel (1,96) dan nilai signifikansi < 0,05 yaitu sebesar 0,017 maka Ho ditolak dan Hi diterima sehingga terdapat pengaruh yang signifikan variabel Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Investment Opportunity Set (IOS), Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), dan Cash Flow secara bersama-sama terhadap variabel DPR atau dengan kata lain model yang

digunakan layak (goodness of fit).

Nilai koefisien determinasi (adjusted R²) sebesar 0,189 atau 18,9% hal ini berarti 18,9% variasi DPR yang bisa dijelaskan oleh variasi dari kelima variabel bebas yaitu Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Institusi, Investment Opportunity Set (IOS), Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), dan Cash Flow sedangkan sisanya sebesar 81,1% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Lihat Tabel 4.2

Tabel 4.2
Hasil Perhitungan Regresi Simultan

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,535 ^a	,286	,189	26,02597

a. Predictors: (Constant), CashFlow, Kepinst, DER, ROA, Kepman, IOS

b. Dependent Variable: DPR

Sementara itu secara parsial pengaruh terhadap DPR ditunjukkan pada Tabel 4.3. dari keenam variabel independen tersebut

Tabel 4.3
Hasil Perhitungan Regresi Parsial

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	77,950	40,747		1,913	,062
	Kepman	,931	,827	,192	1,125	,267
	Kepinst	,442	,185	,344	2,388	,021
	IOS	-5,955	5,389	-,262	-1,105	,275
	ROA	1,359	,599	,427	2,270	,028
	DER	3,607	3,790	,140	,952	,346
	CashFlow	5,474	2,978	,413	1,838	,073

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Output SPSS 11.5; Regressions-coefficients

Dari Tabel 4.3 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 77,950 + 0,931 \text{ Kepman} + 0,442 \text{ Kepinst} - 5,955 \text{ IOS} + 1,359 \text{ ROA} + 3,607 \text{ DER} + 5,474 \text{ Cash Flow}$$

4.2. Pembahasan Hasil Pengujian

Hasil pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel Kepemilikan Manajemen

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (1,125) dengan nilai signifikansi sebesar 0,267, maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh positif antara variabel kepemilikan manajemen dengan variabel DPR karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen tidak mempengaruhi kebijakan dividen, hal ini dikarenakan proporsi kepemilikan saham manajemen yang relatif kecil, hal tersebut dapat dilihat besarnya nilai rata-rata kepemilikan saham manajemen perusahaan sampel periode tahun 2005-2007 yaitu sebesar 3,1608%. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan peneliti terdahulu (Hatta (2002); dan Ismiyanti dan Hanafi (2003).

2. Variabel Kepemilikan Institusi

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (2,388) dengan nilai signifikansi sebesar 0,021. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh positif antara variabel kepemilikan institusi dengan variabel DPR. Hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa fungsi monitoring agents yang dilakukan pihak institusi mempengaruhi manajemen dalam mengambil kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan peneliti terdahulu (Hatta, 2002), dimana kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

3. Variabel IOS

Berdasarkan perhitungan uji secara parsial, hasilnya adalah nilai *t* hitung sebesar (-1,105) dan nilai signifikansi sebesar 0,275, maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh negatif antara variabel IOS dengan variabel DPR, karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05.

Hasil penelitian ini tidak mendukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Manajer perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan investasi lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak yang lebih tinggi, sehingga laba yang dibagi sebagai dividen rendah akibatnya DPR juga akan lebih rendah. Tanda negatif dalam penelitian ini dengan alasan bahwa manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang lebih baik dalam IOS secara keseluruhan.

4. Variabel ROA

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai *t* hitung sebesar (2,270) dengan nilai signifikansi sebesar 0,028 atau 2,8%. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 5% maka hipotesis diterima berarti ada pengaruh positif antara variabel ROA

dengan variabel DPR. Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROA maka DPR akan semakin tinggi pula, hal ini terjadi karena kondisi perusahaan yang mulai stabil akibat krisis ekonomi yang terjadi sehingga laba yang dihasilkan dengan menggunakan modal sendiri lebih baik dialokasikan untuk stabilitas perusahaan dan digunakan untuk ekspansi perusahaan guna memperkuat posisi perusahaan di pasar dan selebihnya digunakan untuk di bagikan sebagai dividen.

Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Mondigliani-Miller yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *return on Asset (ROA)* menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *dividend payout ratio (DPR)*. Hasil penelitian ini sesuai dengan peneliti terdahulu (Jensen et al., 1992; dan Sunarto dan Kartika, 2003), dimana ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

5. Variabel DER

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (0,952) dengan nilai signifikansi sebesar 0,346. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh positif antara variabel DER dengan variabel DPR pada perusahaan yang listed di BEI, karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, hal ini

mengindikasikan bahwa peningkatan hutang perusahaan mempengaruhi besar kecilnya DPR.

6. Variabel Cash Flow

Dari hasil perhitungan uji secara parsial diperoleh nilai t hitung sebesar (1,838) dengan nilai signifikansi sebesar 0,073. Karena nilai signifikansi lebih besar dari 5% maka hipotesis ditolak berarti tidak ada pengaruh positif antara variabel Cash Flow dengan variabel DPR pada perusahaan yang listed di BEI, karena mempunyai nilai signifikansi lebih besar dari 0,05, hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan cash flow mempengaruhi besar kecilnya DPR.

V. SIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Simpulan

Hasil penelitian ini memberikan solusi pengaruh dari keenam variabel independen terhadap DPR. Dari enam hipotesis yang diajukan semuanya dapat diterima.

1. Berdasar hasil pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen yang meningkat tidak mempengaruhi besarnya DPR sehingga hipotesis 1 ditolak.
2. Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa besarnya kepemilikan institusi mampu meningkatkan besarnya DPR sehingga hipotesis 2 diterima.
3. Berdasar hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa IOS yang meningkat tidak mempengaruhi besarnya DPR sehingga hipotesis 3 ditolak.
4. Berdasar hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa besarnya ROA mampu meningkatkan besarnya DPR, dimana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan

aset yang dimiliki meningkat, maka kebijakan dividen akan meningkat, sehingga hipotesis 4 diterima.

5. Berdasar hasil pengujian hipotesis 5 menunjukkan bahwa DER yang meningkat tidak mempengaruhi besarnya DPR sehingga hipotesis 5 ditolak.
6. Berdasar hasil pengujian hipotesis 6 menunjukkan bahwa Cash Flow yang meningkat tidak mempengaruhi besarnya DPR sehingga hipotesis 6 ditolak.

5.2. Implikasi Teoritis

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

1. Hasil pengujian hipotesis satu mendukung penelitian Hatta (2002), dan Ismiyanti dan Hanafi (2003), yang tidak menemukan adanya pengaruh kepemilikan manajemen terhadap DPR.
2. Hasil pengujian hipotesis dua mendukung penelitian Hatta (2002), yang menemukan adanya pengaruh kepemilikan institusi terhadap DPR.
3. Hasil pengujian hipotesis tiga mendukung penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003), yang tidak menemukan adanya pengaruh IOS terhadap DPR.
4. Hasil pengujian hipotesis empat mendukung penelitian Wahidahwati (2002), dan Amidu dan Abor (2006), yang tidak menemukan adanya pengaruh ROA terhadap DPR.
5. Hasil pengujian hipotesis lima mendukung penelitian Wahidahwati (2002), yang tidak menemukan adanya pengaruh DER terhadap DPR.
6. Hasil pengujian hipotesis enam mendukung penelitian Parthington (1989), yang tidak menemukan adanya pengaruh cash flow terhadap DPR.

5.3. Implikasi Kebijakan

Berdasarkan hasil pengujian statistik tersebut, maka dapat dirumuskan solusi masalah yang dituangkan dalam implikasi kebijakan dari penelitian.

1. Investor perlu mempertimbangkan *ROA*, karena *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR, jika *ROA* meningkat maka hal ini dapat diharapkan perusahaan mempunyai keuntungan yang semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian meningkatnya *ROA* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor.
2. Kepemilikan institusi mempunyai pengaruh positif terhadap DPR, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan perlu menjaga besarnya kepemilikan saham oleh pihak institusi dalam melakukan monitoring agents terhadap kinerja manajemen sehingga DPR akan meningkat.
3. Investor perlu mempertimbangkan *cash flow*, karena *cash flow* berpengaruh positif meskipun tidak signifikan terhadap DPR, jika *cash flow* meningkat, maka hal ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen juga semakin meningkat, sehingga meningkatkan kepercayaan para investor terhadap kinerja perusahaan. Dengan demikian meningkatnya *cash flow* juga akan meningkatkan harapan dividen yang akan diterima oleh investor.
4. Investor perlu mempertimbangkan kesempatan investasi (IOS) perusahaan dalam memutuskan investasi pada saham suatu perusahaan, IOS berpengaruh negatif terhadap dividen meskipun tidak signifikan, maka investor yang menginginkan dividen jangan berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai IOS tinggi karena akan

- membagikan deviden kecil.
5. Hasil uji hipotesis menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan meskipun begitu investor yang berorientasi pada return berupa deviden perlu mempertimbangkan porsi kepemilikan manajerial, karena porsi kepemilikan manajerial yang meningkat berpengaruh pada DPR yang meningkat meskipun tidak signifikan.
 6. Sedangkan hasil uji hipotesis DER menunjukkan pengaruh yang positif dan tidak signifikan dengan asumsi penggunaan DER yang meningkat akan meningkatkan keuntungan perusahaan sehingga DPR bisa diharapkan meningkat.

5.4. Keterbatasan Penelitian

Hasil penelitian ini hanya mampu memprediksi 18,9% karena hanya menggunakan

6 (enam) variable independen, yaitu: kepemilikan institusi, kepemilikan manajemen, IOS, ROA, DER, dan Cash Flow. Selain itu periode penelitian yang hanya 3 (tiga) tahun, yaitu dari 2005 - 2007 juga berpengaruh terhadap besarnya nilai adjusted R².

5.5. Agenda Penelitian Mendatang

Dengan kemampuan prediksi sebesar 18,9% yang ditunjukkan pada nilai adjusted R² yang mengindikasikan bahwa kepemilikan institusi, kepemilikan manajemen, IOS, ROA, DER, dan Cash Flow berpengaruh sebesar 18,9% terhadap DPR yang berarti 81,1% dipengaruhi variabel lain. Karena besarnya nilai adjusted R² yang rendah maka disarankan untuk penelitian yang akan datang perlu memasukkan faktor fundamental yang lain seperti: Earning Volatility (Chang dan Rhee (1990), dan ROE (Susanto (2002)).

DAFTAR REFERENSI

- Adhi AW, (2002), **Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Asset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta**, Tesis MM Undip (Tidak Dipublikasikan)
- Adi Prasetyo (2002), "Asosiasi Antara Investment opportunity Set (IOS) Dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari BEJ," **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.878-906
- Agus Sartono dan Sri Zulaihati, (1998), "Rasionalitas Investor Terhadap Pemilihan Saham dan Penentuan Optimal dengan Indeks Tunggal di BEJ," **Kelola**, No. 17, Juli
- Amidu, Mohammed, and Joshua Abor, (2006), "Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana," **The Journal of Risk Finance**, Vol. 7, No.2, pp.136-145
- Barclay, M.J., Marx, L.M., dan Smith, C.W. 2001. The joint determination of leverage and maturity. **Working Paper**, 2-27.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., dan Watts, R.S. 1995. **The determinants of corporate leverage and dividend policies. The New Corporate Finance: Where Theory Meets Practice, International Edition**, Irwin McGraw-Hill: 214-229.
- Brav, Alon, John R Graham, Campbell R Harvey, dan Roni Michaely, (2003), "Payout Policy in The 21st Century," **Working Paper, National Bureau of Economic Research**, Cambridge, USA
- Brigham, F. Eugene (2005). **Fundamental of financial Management**. The Dryden Press: Holt-Sounders Japan.
- Brigham, Eugene F. and Gapenski Louise C. (1996), **Intermediate Financial Management**, 5 th Edition, The Dryden Press, New York.
- Chang, M. dan Rhee, K.R. (1990). Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt. **The center for research in security prices working paper**, 506, 1-38.
- Clara, ES, (2001), **Analisis Kinerja Keuangan Perusahaan Yang Go Publik di BEJ: Studi pada Industri Tekstil dan Garment**, Tesis MM Undip (Tidak Dipublikasikan)
- Claire E Crutchley dan Robert S Hansen, (1989), "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend," **Financial Management**, Winter
- Chen, dan Steiner (1999), **An Analysis of Shareholders Reaction to Dividend Cuts and Omission**, **The Journal of Finance Research**
- Elloumi, Fathi dan Jena-Pierre Gueyle (2003), CEO Compensation, IOS, and The Role of Corporate Governance," **Corporate Governance**, Vol. 1, No.2, p.23-33
- Fitri Ismiyanti dan Mamduh Hanafi, (2003), Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisa Persamaan Simultan," **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia**, 260-276

- Gaver, JJ dan Keneth M Gaver, (1993), "Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, **Journal of Accounting and economics**, Vol. 1, p.233-265
- Gerber, Hans U, and S.W Shiu, (2006), "On Optimum Dividend Strategies in The Compound Poisson Model," **North American Actuarial Journal**, Volume 10, No.2.
- Hatta, Atika J, (2002), Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investifasi Pengaruh Teori Stakeholder. **JAAI**. Vol.6. No.2. Desember. 2002
- Husnan, Suad (1996), **Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- _____, (1989). **Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (keputusan jangka panjang)**. Buku 1. Edisi 4. Yogyakarta : BPFE Universitas Gajah Mada.
- Imam Ghozali, (2004), **Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS**, Badan Penerbitan UNDIP, Semarang.
- Imam Subekti dan I.W. Kusuma, (2000), "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan serta implikasinya pada Perubahan Harga Saham, **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi IV, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p. 820-845
- Jensen, GR, DP Solberg, dan TS Sorn, (1992), "Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt, dan Dividend Policies, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p.247-263
- Jogiyanto Hartono, (1999), "An Agency Cost Explanation for Dividend Payments, **Working Paper**, UGM Yogyakarta
- Kallapour, Sanjay dan MA Trombley, (1999), The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth, **Journal of Bussiness and Accounting**, Vol. 26, April/Amy, p.505-519
- Kaaro, H. (2000). Analisis leverage dan deviden dalam lingkungan ketidakpastian: Pendekatan pecking order dan balancing theory. **Simposium Nasional Akuntansi IV**, 1067-1083.
- Mayangsari, S. (2001). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan : Pengujian pecking order hyphotesis, **Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi**, 1, 1-26.
- Modigliani, F. dan Miller, H. (1968). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **Journal American Economic Review**. 48.
- Parthington. 1989. *Dividend Policy: Case Study Australian Capital Market*. **Journal of Finance**: 155-176.
- Putu AM dan Jogiyanto H (2002), Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen, **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.635-647
- Robbert Ang. 1997. **Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia**. Mediasoft Indonesia
- Rozeff MS, (1982), Growth, Beta dan Agency Cost as Determinant of Dividend Payout ratios," **Journal Financial Research**, p.249-259
- Saxena, Atul K (1999), *Determinant of Dividend Payout Policy: Regulated Versus Unregulated Firms*, **The Journal of Finance**

- Suad Husnan. 1998. **Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas**. UPP AMP YKPN: Yogyakarta
- Sunarto dan Andi Kartika (2003), Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta. **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vol. Maret, 2003. hal.67-82
- Syahib Natarsyah (2000), "Analisis Pengaruh Beberapa Fundamental dan Risiko Sistematis Terhadap Harga Saham: Kasus Industri Barang Konsumsi Yang Go Public di Pasar Modal Indonesia, **Journal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Vol.15, No.3, p. 294-312
- Tarjo dan Jogiyanto Hartono, (2003), "Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia, **Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia**, p.278-293
- Wahidahwati, (2002), "Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency," **Jurnal Riset Akuntansi Indonesia**, Vol. 5, p.1-16
- Weston, J.F. dan Copland, T.E. (1997). **Manajemen pendanaan**. Edisi 9. Jakarta : Penerbit Bina Rupa Aksara
- Yogo Purnama, (1998), "Keterkaitan Kinerja Keuangan dengan Harga Saham (Studi kasus 5 Rasio Keuangan 30 Emiten di BEJ Pengamatan 1992-1996)," **Usahawan**, No.12, Th. XXVII