

Analisis konflik Agency Teory dan pengaruhnya terhadap kebijakan Dividen pada perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 (Studi kasus tahun 2011-2015)

ABSTRAK

Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (shareholders) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Singkatnya, konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Untuk menghindari terjadinya hubungan yang asimetris dibutuhkan konsep yaitu corporate governance.

Contoh konflik keagenan yaitu satu Konflik antara manajer dan pemegang saham, manajer memilih banyak laba yaiditahan sedangkan pemilik saham memilih untuk dividen dibagikan. Yang kedua Konflik pemegang saham minoritas dengan pemegang saham mayoritas. Dan yang ketiga adalah Konflik investor dan pemberi pinjaman.

Kebijakan deviden suatu perusahaan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham dengan devidennya dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya, disamping itu juga kepentingan bandholder yang dapat mempengaruhi besarnya deviden kas yang dibayarkan. deviden yang dibayarkan kepada para pemegang tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih derius dari manajemen perusahaan.

Dalam Penelitian ini variabel-variabel yang akan dibahas adalah berbagai factor yang terkait dengan teory agency yaitu insider ownership, Shareholder dispersion, free cash flow, dan tingkat pertumbuhan perusahaan, factor manakah yang mempunyai pengaruh besar terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Latar Belakang Masalah

Dalam pengelolaan perusahaan salah satu tujuannya adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (*Stockholder*). Bila harga saham dipasar meningkat maka hal ini berarti nilai perusahaan juga meningkat. Untuk mencapai tujuan tersebut seringkali hanya bisa dicapai apabila para pemegang saham (*Stockholder*) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para professional yaitu manager.

Manager (agen) oleh para pemegang saham akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham sebagai penyedia dana dan fasilitas lainnya untuk

pengoperasian Perusahaan berkepentingan atas keamanan dana yang diinvestasikannya, di pihak lain manager (*agen*) sebagai pengelola perusahaan yang menerima gaji dan berbagai kompensasi lainnya sehingga keputusan-keputusan manajer yang diambil diharapkan keputusan yang terbaik bagi pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Dengan harapan seperti itu pemegang saham juga mengharapkan return dalam *dividen* maupun *capital gain*. Oleh sebab itu manager sebagai agen pengelola diharapkan mampu menghasilkan keuntungan yang akhirnya dapat dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk *dividen* kas atau *dividen*

saham. Keputusan untuk melakukan investasi adalah dilakukan pada perusahaan yang mempunyai kebijakan *dividen* stabil atau cenderung naik setiap waktu.

Dalam hal tersebut, manager mengambil keputusan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh dengan tujuan agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi. Kepentingan ini seringkali tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini karena semakin *dividen* yang dibagikan berarti makin sedikit laba yang ditahan, sebagai akibatnya adalah dapat menghambat tingkat pertumbuhan perusahaan dalam pendapatan dan harga saham tersebut.

Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham. Singkatnya, konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Untuk menghindari terjadinya hubungan yang asimetris dibutuhkan konsep yaitu *corporate governance*

Wewenang dalam mengendalikan kebijakan *dividen* merupakan salah satu wewenang yang didelegasikan para pemegang saham kepada dewan direksi. *Dividen* akan dibayarkan atau tidak, bagaimana sifat dan jumlah *dividen* merupakan masalah yang ditentukan oleh dewan direksi. Kebijakan *dividen* merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai *dividen* atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan dalam menetapkan kebijakan *dividen* harus memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan *dividen*. Penetapan kebijakan *dividen* sangat penting karena berkaitan dengan

kesejahteraan pemegang saham. (Suharto, 2013)

Suharto (2013) juga berpendapat selain *insider ownership*, masalah keagenan juga dipengaruhi oleh penyebaran pemegang saham. Pemegang saham yang semakin menyebar akan mengakibatkan kesulitan dalam proses monitoring perusahaan. Sebaiknya pemegang saham yang berkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja akan mempermudah proses monitoring dan pengendalian terhadap kebijakan manajemen, yang akhirnya akan mengurangi masalah keagenan. Keown *et al* (2000) yang dikutip oleh Wahyuni menyatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk *dividen*. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen yang berkaitan pada naiknya biaya keagenan (*agency cost*). Untuk memastikan pihak manajemen sebagai agen pengelola bertindak sesuai dengan tujuan, maka mereka perlu memiliki insentif yang tepat untuk melakukan suatu tindakan dan keputusan mereka harus dimonitoring.

Manajemen struktur modal juga dapat meningkatkan *agency cost*, yaitu dengan timbulnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Dengan maksud untuk kepentingan para investor karena itu pihak manajemen dapat menginvestasikan dananya dalam bentuk proyek yang beresiko. Para investor yang tidak bersedia mengambil resiko (*risk aversion*) mempunyai pendapat bahwa semakin tinggi tingkat resiko suatu perusahaan, maka tingkat keuntungan yang diharapkan menjadi tinggi.

Susilawati Ema (2014) berpendapat bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mencerminkan perusahaan sedang mengalami

pertumbuhan dan memiliki banyak kesempatan investasi. Kesempatan investasi yang banyak, membutuhkan pendanaan yang besar, sehingga perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Untuk mendapatkan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan *dividen*.

perusahaan dalam membuat keputusan pembagian *dividen* harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba sebaiknya tidak dibagikan sebagai *dividen* seluruhnya dan sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Karena kebijakan *dividen* terdapat dua pihak yang berkepentingan yang saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan dengan *retained earning* untuk investasi, disamping kepentingan *bondholders* yang juga mempengaruhi besarnya *dividen* kas yang dibagikan. Pembagian *dividen* sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih *dividen* tinggi yang mengakibatkan *retained earning* menjadi rendah. (mulyono S, 2008).

Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen Apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila penggunaan hutang terlalu besar dapat berdampak pada financial distress dan kebangkrutan. Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi dimasa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang. kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan *dividen* karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menyebabkan

A. Penelitian

Manfaat yang dapat diambil dari penelitian ini, yaitu :

1. Bagi investor

Penelitian ini dapat dijadikan acuan bagi investor untuk dapat menetapkan informasi seperti apa yang dibutuhkan untuk melakukan penempatan modal pada perusahaan di bursa efek Jakarta. Dengan demikian informasi tersebut dapat digunakan secara tepat dalam pergantian keputusan.

2. Bagi Manager Keuangan

Penelitian ini dapat menambah wawasan tentang manajemen keuangan, khususnya bagi perusahaan. Manager dapat menentukan kebijakan untuk meningkatkan kebijakan untuk meningkatkan kesejahteraan bagi *stockholder* dan keuntungan perusahaan.

3. Bagi Akademisi

Sebagai literature tambahan bagi penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan kebijakan *dividend* penilaian investasi di bursa saham dan diharapkan untuk dapat menambah wawasan tentang analisis

Landasan Teori

1. Kebijakan *Dividen*

Kebijakan *dividen* akan menyangkut hutang masalah penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagikan sebagai *dividen* atau ditahan untuk diinvestasikan. Keputusan apapun yang diambil harus tetap mempertahankan tujuan perusahaan dengan mengingat nilai untuk pemegang saham. Sehingga *rasio* pembayaran yang ditargetkan (*target payout rasio*) yang didefinisikan sebagai presentase dari laba bersih yang harus dibayarkan pada preferensi investo atas *dividen* akan keuntungan modal apakah investor lebih suka perusahaan memberi kembali saham atau menggunakan kembali laba tersebut untuk kecerahan perusahaan, dan kedua keputusan tersebut akan menghasilkan keuntungan modal. Referensi ini dapat dipertimbangkan dalam pengertian model penilaian saham dengan perkembangan konstan yaitu :

$$P_0 = \frac{D_i}{K_5 - 9}$$

Jika perusahaan menaikkan rasio pembagian, D_i akan naik. Kenaikan dalam pembilang ini saja akan mengakibatkan harga saham naik. Namun, jika *dividen* tunai meningkat, makin sedikit dana yang tersedia untuk reinvestasi, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan akan rendah untuk masa mendatang, dan hal ini akan menekan harga saham.

Disini kita perlu menelaah tiga teori dari preferensi investor, yaitu : (1) *dividen* tidak relevan (2) Teori – teori *Bird In The Hand*, dan (3) Teori preferensi pajak (*Berlaham Lhokiton*, 2001 : 1. 66 → 68) yaitu :

a. *Deviden* Tidak Relevan

Beberapa kalangan berargumen bahwa kebijakan *dividen* tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Jika kebijakan *dividen* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Pendukung utama dari Teori ini adalah *Merton Miller* dan *Franco Modigliani* (MM) (1961). Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan perkataan lain, MM berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitasnya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara *dividen* dan laba ditahan.

Untuk memahami argument MM bahwa kebijakan *dividen* adalah tidak relevan, perlu diketahui bahwa setiap pemegang saham dapat menyusun kebijakan *dividennya* sendiri. Sebagai contoh, jika suatu perusahaan tidak membayar *deviden*, seorang pemegang saham yang menginginkan di

b. *Teori Bird – IN – The – Hand*

Kesimpulan utama dari teori ketidakrelevanan *dividen* MM adalah bahwa kebijakan *dividen* tidak mempengaruhi tingkat return yang tidak diisyaratkan atas ekuitas, K_5 . Kesimpulan ini telah diperdebatkan dengan hangat di kalangan akademik. Khususnya, bila K_5 Akan turun apabila rasio pembagian *dividen* dinaikan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya mereka menerima *dividen*. Gordon dan Lintner berkata bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari *dividen* daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal, karena komponen hasil *dividen*, D_1 / P_0 , risikonya lebih kecil daripada komponen g dalam persamaan total yang diharapkan :

$$K = D_1/P_0 + g$$

MM tidak setuju. Mereka berpendapat bahwa K_s tidak bergantung pada kebijakan *dividen*, yang menyiratkan bahwa investor tidak peduli antara D_1 / P_0 dengan g , yakni, antar *dividen* dengan keuntungan modal. Mereka menanamkan pendapat Gordon – Lintner sebagai kekeliruan *bird-in-the-hand*, yakni : mendasarkan pada pemikiran bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi akan memiliki nilai perusahaan yang tinggi pula. Namun, menurut pandangan MM.

c. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan

bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian *dividen* yang rendah daripada yang tinggi : (1) Keuntungan modal dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan *dividen*. Untuk itu investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan *dividen* yang pajaknya lebih tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, sehingga ada efek nilai waktu. (3) Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai dia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karenanya adanya keuntungan-keuntungan pajak ini, para investor mungkin lebih suka perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian *dividennya* rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian *dividennya* tinggi.

2. Teori Keagenan (Agency theory)

Teori keagenan berasal dari utang, konflik kepentingan diantara manager perusahaan, pemegang saham dan kreditur. Manajer membentuk kepemilikan dalam saham perusahaan dan kombinasi biaya keagenan yang berasal dari konflik ini (*Cruthly dan Hansen*, 1989 yang dikutip oleh Abdullah S, 2010).

Teori keagenan mendiskripsikan hubungan antara pemegang saham (*Stockholder*) sebagai principal dan manajer sebagai agen. Manajer merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi

kepentingan pemegang saham. Karena mereka dipilih maka mereka harus bertanggung jawab terhadap pemegang saham.

Masalah keagenan berpotensi terjadi apabila bagian kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari seratus persen (Hamidi, 2013). Dengan proporsi kepemilikan yang hanya sebagian dari perusahaan membuat manajer cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi dan bukan untuk kepentingan perusahaan. Adanya konflik yaitu:

- a. Konflik antara manajer dan pemegang saham, manajer memilih banyak laba ditahan sedangkan pemilik saham memilih untuk *dividen* dibagikan.
- b. Konflik pemegang saham minoritas dengan pemegang saham mayoritas.
- c. Konflik investor dan pemberi pinjaman.

Menurut Bathala *et al*, (1994) terdapat beberapa cara yang digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan, yaitu :

- a) meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*),
- b) meningkatkan rasio *dividen* terhadap laba bersih (*earning after tax*),
- c) sumber pendanaan melalui
- d) kepemilikan saham oleh institusi (*institutional holdings*).

Hubungan keagenan antara manajer dan pemegang saham mempengaruhi pengambilan keputusan dalam perusahaan yang akhirnya berpengaruh pada karakteristik perusahaan. Teori keagenan menurut *Jensen and Meckling* adalah hubungan antara pemberian kerja dan penerimaan tugas untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang

saham dengan kreditur serta hubungan pemegang saham dengan manajer.

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antara berbagai kelompok kepentingan, sebagai contoh pemegang saham dengan manajemen akan mengalami konflik kepentingan pada penetapan kebijakan *dividen*. Biasanya para pemegang saham ingin mendapatkan *dividen* yang banyak dan disisi lain para manajer kadang-kadang mengambil keputusan untuk pembelian asset perusahaan. Dalam situasi seperti ini konflik bisa dipecahkan jika manajemen mempunyai saham 100% di perusahaan, dalam situasi tersebut kepentingan manajer dengan pemegang saham akan menyatu. Dalam kenyataannya pemegang saham ingin berbagi resiko, dan akan terjadi kepemilikan yang parsial (tidak 100%).

Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya untuk membuat struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manager yang kurang diinginkan (Brigham 1996). Menurut Rozeff (1982) seperti yang dikutip oleh Susilawati masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme pembayaran *dividen*. *Dividen* disini berperan sebagai salah satu penawaran distribusi pendapatan, karena dengan pembayaran *dividen*, pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik.

Pembayaran *dividen* di sisi yang lain justru menimbulkan biaya, biaya akan timbul karena jika perusahaan membayarkan *dividen* yang besar aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga

mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi aliran dananya dari pihak eksternal dan untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk *dividen*. Usaha untuk mendapatkan dan ini menimbulkan biaya yang disebut biaya transaksi. Semakin banyak dana yang dibutuhkan maka, semakin tinggi biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan. Untuk itu kebijakan *dividen* harus ditinjau kembali apabila ada peluang investasi (Holder, Langer, & Hexer, yang dikutip oleh susilawati 2010).

Free-cash flow erat kaitannya dengan konflik antara pemegang saham dan manajer, *free-cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif yang didanai. Karena perusahaan tidak mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik, *free-cash flow* sebaiknya dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham sendiri dibiarkan untuk menginvestasikan kas tersebut.

Ada beberapa metode untuk mengatasi *agency problem* yaitu *external control devices* dan *motivational mechanism*. Pada metode yang kedua inilah dilakukan upaya untuk menyalurkan kepentingan pemilik dan manajer yang menyebabkan manajer meningkatkan *ownership* mereka dalam perusahaan. (Jensen dan Mecking, 1976).

Dewi sisca Christianty (2008) didukung oleh Megginson (1997) serta Chen dan Stainer (1999) yang mengatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan *dividen* secara negatif. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan

dividennya untuk membiayai investasinya.

3. Struktur Kepemilikan Modal

Milton Harris dan Artur Rain dalam penelitiannya *The Theory of Capital Struktur* (1991:299) yang dikutip oleh Kuncoro (2003), mengidentifikasi setidaknya ada 4 kategori dalam determinan dari *Capital Struktur*. Keempat determinan itu adalah keinginan untuk memperbaiki konflik kepentingan antara berbagai kelompok dalam perusahaan yang memiliki hak atas sumber daya perusahaan, termasuk manajer di dalamnya (*The agency approach*) kedua keinginan untuk menyampaikan informasi rahasia ke pasar modal akan mengurangi *adverse selection effect* (*The asymmetric information approach*). Ketiga, keinginan untuk mempengaruhi sifat dari produk arus kompetensi dalam pasar produk atau input. Dan yang terakhir, keinginan untuk mempengaruhi hasil dari persaingan control perusahaan.

Selain itu komposisi struktur kepemilikan modal perusahaan memiliki implikasi yang sangat signifikan bagi para pemegang saham, kredit, calon investor, dan calon kreditor (Smith dan Skousen, 1989, yang dikutip Arum Setiati, 2004 : 7).

1. Bagi calon kreditor memandang ekuitas pemegang saham sebagai suatu margin pengaman. Bila kreditor memasok dana yang digunakan dalam suatu perusahaan maka kreditor (bukan investor) yang akan menanggung resiko dari bisnis tersebut.
2. Apabila dana diperoleh melalui pinjaman, dana pemegang saham tetap memegang kendali perusahaan.
3. Sepanjang hasil investasi dana yang dipinjam melebihi biaya hutang (bunga), penggunaan

pembelajaran memang dianggap kurang menguntungkan.

4. Ada suatu kewajiban hukum untuk membayar bunga atas dana yang dipinjam dan untuk membayar kembali dana pinjaman pokoknya. Namun demikian *dividen* dibayar menurut kebijakan Dewan Direksi, dan tidak ada kewajiban untuk mengembalikan modal disetor kepada investor.

Jika ekuitas pemegang saham meningkat dalam kaitannya dengan total kewajiban, margin pelindung bagi para kreditor juga meningkat. Dari sudut pandang saham, kenaikan tersebut membuat organisasi menjadi lebih mampu menghadapi kelesuan bisnis dan kewajiban membayar hutang, dan juga merupakan pengurangan beban hutang.

Penelitian pada pendekatan agensi telah dimulai oleh Fama (1972) serta Jensen dan Meckling (1976). *Jensen* dan *Meckling* mengidentifikasi ada 2 jenis konflik, yaitu konflik antara *share holder* dengan manager karena manager memegang kurang dari 100% dari *residual claim* yang mengakibatkan mereka tidak dapat memperoleh seluruh pendapatan dari aktivitas peningkatan profil yang mereka lakukan, tapi mereka menanggung seluruh biaya dari aktivitas tersebut.

4. Indek LQ 45

a. Definisi Indeks LQ 45

Indeks LQ 45 adalah nilai kapitalisasi pasar dari 45 saham yang paling likuid dan memiliki nilai kapitalisasi yang besar hal itu merupakan indikator likuiditas. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih berdasarkan Likuiditas perdagangan saham dan disesuaikan setiap enam bulan (setiap awal bulan Februari dan Agustus). Dengan demikian saham yang terdapat dalam indeks tersebut akan selalu berubah.

Saham-saham yang termasuk didalam LQ 45 terus dipantau dan setiap enam bulan akan diadakan review (awal Februari, dan Agustus). Apabila ada saham yang sudah tidak masuk kriteria maka akan diganti dengan saham lain yang memenuhi syarat. Pemilihan saham - saham LQ 45 harus wajar, oleh karena itu BEJ mempunyai komite penasehat yang terdiri dari para ahli di BAPEPAM, Universitas, dan Profesional di bidang pasar modal. (factbook 2007, Jakarta Stock Exchange). Faktor - faktor yang berpengaruh terhadap naiknya Indeks LQ 45 adalah. Penguatan bursa global dan regional menyusul penurunan harga minyak mentah dunia, dan penguatan nilai tukar rupiah yang mampu mengangkat indeks LQ 45 ke zone positif. Tujuan indeks LQ 45 adalah sebagai pelengkap IHSG dan khususnya untuk menyediakan sarana yang obyektif dan terpercaya bagi analisis keuangan, manajer investasi, investor dan pemerhati pasar modal lainnya dalam memonitor pergerakan harga dari saham-saham yang aktif diperdagangkan.

Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian Susilowati Ema (2014) tentang kebijakan deviden yaitu Perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya pembagian deviden. Apabila laba perusahaan besar berarti deviden yang dibagikan akan semakin besar pula, demikian pula sebaliknya. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran deviden dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Likuiditas perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan deviden. Tinggi rendahnya likuiditas perusahaan tidak berarti mempengaruhi besar kecilnya pembayaran deviden. Untuk itu, perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik tidak berarti pembayaran deviden lebih baik pula. Leverage perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan deviden. Perusahaan yang memiliki

struktur permodalan terdiri dari kreditor dan pemegang saham, dimana pihak manajemen tidak hanya memperhatikan kepentingan debtholder berupa pelunasan kewajiban tetapi juga memperhatikan kepentingan shareholder dengan membagikan deviden.

Dalam Variabel insider ownership tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan deviden. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan pendanaan yang terjadi pada perusahaan - perusahaan manufaktur di Indonesia tidak terpengaruh oleh adanya pemilik saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan dan hasil ini mendukung teori pecking order hypothesis. (Ayani, 2011)

Berdasarkan penelitian Erlina, H. R (2012). Yaitu Analisis persamaan simultan kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Resiko, kebijakan hutang dan kebijakan Deviden dalam prefektif teori keagenan. hasilnya adaah Hasil analisis penelitian ini menunjukkan terdapat hubungan interdependensi antar semua variabel endogen, walaupun pada beberapa variabel terdapat hubungan yang signifikan, namun adanya arah yang bersesuaian antar masing-masing variabel merupakan cerminan dari adanya hubungan interdependensi antar masing-masing variabel .

Penelitian Mulyono budi, 2009 yang berjudul *Pengaruh Debt Equity Ratio, Insider ownership, Size dan Investment Oppunity Set* terhadap kebijakan Deviden (Studi pada Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007. Hasil penelitian ini memberikan solusi pengaruh dari keempat variabel independen terhadap DPR. Dari empat hipotesis yang diajukan terdapat dua hipotesis yang dapat diterima yaitu menunjukkan bahwa secara partial variabel DER berpengaruh signifikan positif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis diterima. Dan Berdasar hasil pengujian hipotesis 2 menunjukkan bahwa secara

partial Insider Ownership tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 2 ditolak. Dan berdasarkan hasil pengujian hipotesis 3 menunjukkan bahwa secara partial variabel Firm size tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 3 ditolak. 4. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis 4 menunjukkan bahwa secara partial variabel Ln IOS berpengaruh signifikan negatif terhadap variabel DPR sehingga hipotesis 4 diterima.

Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan manajer atas saham biasa perusahaan, yang berarti semakin mendekatkan kepentingan manajer dengan kepentingan investor eksternal. Dalam kasus ekstrim, jika kepemilikan manajer adalah 100%, maka manajer dapat menurunkan biaya keagenan sampai menjadi nol. Namun, jika manajer memperbesar kepemilikan dalam perusahaan, maka personal *wealth*-nya menjadi less diversified. Di sisi lain, kepemilikan manajerial bukannya tanpa biaya (costless). Akibat dari kemakmuran manajer less diversified adalah manajer menuntut kenaikan jumlah kompensasi. (Sumanti, 2015).

Kedua, menaikkan *dividen* (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Pembayaran, *dividen* yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Penambahan modal dari pemodal eksternal (melalui penawaran saham perdana / IPO atau right issue) akan meningkatkan monitoring atau pengawasan dari pihak-pihak yang terkait dengan pasar modal (seperti SEC / Bapepam, underwriter / wali amanat, dan investor). Monitoring ini mendorong manajer untuk bekerja lebih baik sehingga lebih mendekati kepentingan pemegang saham. Namun, bukan berarti penggunaan kebijakan *dividen* ini tanpa biaya. Apabila modal eksternal diperbesar untuk membayar *dividen*, flotation cost besar juga harus dibayarkan kepada investment banker.

Cara ketiga untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan menggunakan pembiayaan dari hutang yang lebih besar (Jensen dan Meckling, 1976). Penggunaan hutang yang lebih besar menurunkan total pembayaran dari ekuitas sehingga mengurangi konflik manajer dengan pemegang saham. Namun, pembiayaan dengan hutang menimbulkan konflik di antara investor dan kreditur, yang menambah biaya keagenan. Hutang perusahaan yang semakin besar berarti memperbesar biaya resiko kebangkrutan yang harus ditanggung oleh pemegang saham, sehingga pemegang saham cenderung mendorong manajer untuk melakukan investasi yang memiliki resiko atau return yang lebih tinggi. Menurut Myers (1977), konflik akan semakin besar jika manajer mempunyai diskresionari atas pemilihan investasi. Kebijakan untuk menentukan bentuk investasi kemungkinan akan meningkatkan kemakmuran kreditur, tetapi merugikan pemegang saham. Contoh contractual protection yang diminta oleh kreditur kepada manajer.

Crutchely dan Hansen (1989) menguji lebih jauh dengan memasukan factor perilaku kepemilikan saham biasa oleh manajer, yang memiliki hubungan negative dengan diversifikasi kemakmuran pribadinya (disebut diversification cost bagi manajer). Mereka menemukan bahwa semakin tinggi volatilitas laba berkaitan dengan kepemilikan manajerial yang semakin tinggi dan *dividen* yang semakin besar. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan yang lebih besar tidak hanya menggunakan *leverage* yang lebih besar, tetapi juga membayar *dividen* yang lebih besar dan manajer memiliki kepemilikan ekuitas yang lebih rendah. Biaya diversifikasi yang lebih rendah tidak hanya mendorong kepemilikan ekuitas yang lebih tinggi, tetapi juga pemberian *dividend* an rasio hutang yang lebih rendah. Secara simultan temuan ini mendukung teori keagenan bahwa manajer membuat trade off

kebijakan finansial untuk mengontrol biaya-biaya keagenan.

Secara ringkas kesimpulan studi *Crutchely* dan *Hansen* (1989) tersebut adalah sebagai berikut ;

1. Untuk mengurangi biaya keagenan ketika saham biasa perusahaan lebih diversifikasi, maka manajer memiliki kepemilikan yang lebih besar, menggunakan *leverage* dan *dividen* yang lebih kecil.
2. Ketika risiko kebangkrutan semakin besar, maka tidak hanya mengurangi *leverage*, tetapi juga menaikkan kepemilikan ekuitas dan *dividen* untuk mengontrol biaya keagenan.
3. Ketika manajer tidak memperbesar *dividen* (untuk menghindari biaya pembiayaan ekuitas yang lebih tinggi). Maka manajer akan memperbesar kepemilikannya dan *leverage* perusahaan.
4. Perusahaan yang lebih besar dicirikan oleh kepemilikan manajerial yang lebih rendah dan *leverage* dan payout ratio yang meningkat. Ini konsisten dengan efek biaya diversifikasi. Pada perusahaan besar, biaya likuiditas menurunkan keefektifan kepemilikan manajerial untuk mengontrol biaya keagenan, sehingga manajer lebih memperlihatkan *leverage* dan *dividen*. Selain itu, biaya kebangkrutan juga lebih kecil pada perusahaan besar. *Scale effect* ini juga konsisten dengan pandangan bahwa karena floating cost lebih kecil pada perusahaan yang lebih besar, maka perusahaan besar akan lebih ekonomis menggunakan kebijakan *dividen*.

Dalam Penelitian *Abdullah Syukuri* (2001), menyebutkan bahwa terdapat hubungan interdependensi di antara kepemilikan manajerial dan kebijakan *dividen* dalam kaitannya dengan upaya pengurangan biaya keagenan pada perusahaan-perusahaan yang diteliti. Namun hasil studi menunjukkan hasil bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang dan

kebijakan *dividen* dengan kebijakan hutang tidak signifikan, dan untuk persamaan kepemilikan manajerial, variabel endogen *dividen* secara signifikan berpengaruh terhadap kepemilikan manajerial, sedangkan variabel hutang tidak signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh *Susilowati* (2000), menghasilkan factor keagenan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan, meskipun arah hubungan yang ditunjukkan oleh kedua variabel mengindikasikan terdapat kecenderungan *dividen* digunakan sebagai salah satu mekanisme menurunkan masalah keagenan. Sehingga dapat dikatakan bahwa besar kecilnya rasio pembayaran *dividen* tidak dipengaruhi oleh factor-factor keagenan (*insider ownership* dan *shareholder dispersion*). Ini berarti permasalahan-permasalahan di Indonesia belum menggunakan pembayaran *dividen* sebagai alat untuk mengendalikan masalah keagenan.

Penelitian lain yang dilakukan oleh *Wahyuni. E.d* (2010) menentang penelitian yang dilakukan oleh *Susilowati*, penelitian ini menyebutkan bahwa faktor keagenan dan *free cash flow* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan *dividen* perusahaan.

Penurunan Hipotesis

1. *Insider Ownership*

Susilowati (2014) menyatakan bahwa bila jumlah saham yang dimiliki *Insider ownership* meningkat, maka mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang mereka lakukan, hal ini akan menurunkan masalah keagenan, jika masalah keagenan sudah turun sebagai akibat peningkatan jumlah saham yang memiliki *insider ownership*, maka *dividen* tidak perlu dibayar pada rasio yang tinggi.

$H_1 = \text{Insider ownership}$ berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran *dividen*.

2. *Shareholder Dispersion*

Shareholder Dispersion yang dalam penelitian ini oleh *Variance* kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham, menunjukkan bahwa nilai *Shareholder Dispersion* yang kecil berarti kepemilikan saham di perusahaan semakin menyebar. Semakin menyebarnya kepemilikan saham ini akan menimbulkan masalah keagenan yang dikarenakan kesulitan para pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan ini berimplikasi pada pembayaran *dividen* yang lebih tinggi, maka hipotesis yang diajukan adalah :

$H_2 = \text{Shareholder Dispersion}$ berpengaruh negative terhadap rasio pembayaran *dividen*.

3. *Free cash flow*

Wahyuni. E.d (2010) Jumlah yang besar dari *Free cash flow* mengarah perusahaan untuk mandanai akuisisi dengan cash. Dengan demikian perusahaan-perusahaan yang mempunyai jumlah kas yang besar atau aliran kas yang tinggi, atau kapasitas kecukupan dana. Semakin kecil kapasitas rasio *Free cash flow* maka semakin besar laba yang digunakan untuk membayar *dividen*. Sehingga laba yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan semakin kecil.

$H_3 = \text{Free cash flow}$ berpengaruh yang positif terhadap rasio pembayaran *dividen*.

4. Pertumbuhan Perusahaan

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi yang membutuhkan pendanaan, sehingga jika perusahaan harus membayar *dividen*, perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Usaha mendapatkan tambahan dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali

untuk membayar *dividen* apalagi masih ada peluang investasi yang bisa diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut.

$H_4 =$ tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negative terhadap rasio pembayaran *dividen*.

5. Kebijakan Hutang

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya peningkatan penggunaan hutang akan menurunkan tingkat konflik antar manager dan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran *dividen* yang tinggi. Selain itu kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan *dividen*, karena tingkat penggunaan hutang yang relatif besar maka perusahaan akan membayar *dividen* yang tidak terlalu tinggi. Tindakan ini dilakukan untuk memperhatikan kepentingan kredit dan pemegang saham Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

$H_5:$ Semakin tinggi kebijakan hutang maka semakin rendah kebijakan *dividen* Profitabilitas Terhadap Kebijakan *Dividen*

Model Penelitian

Untuk menguji pengaruh *dividen ownership*, *share holder dispersion*, *free cash flow*, dan tingkat pertumbuhan perusahaan terhadap rasio pembayaran *dividen*, digunakan model regresi berganda. Teknik pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda

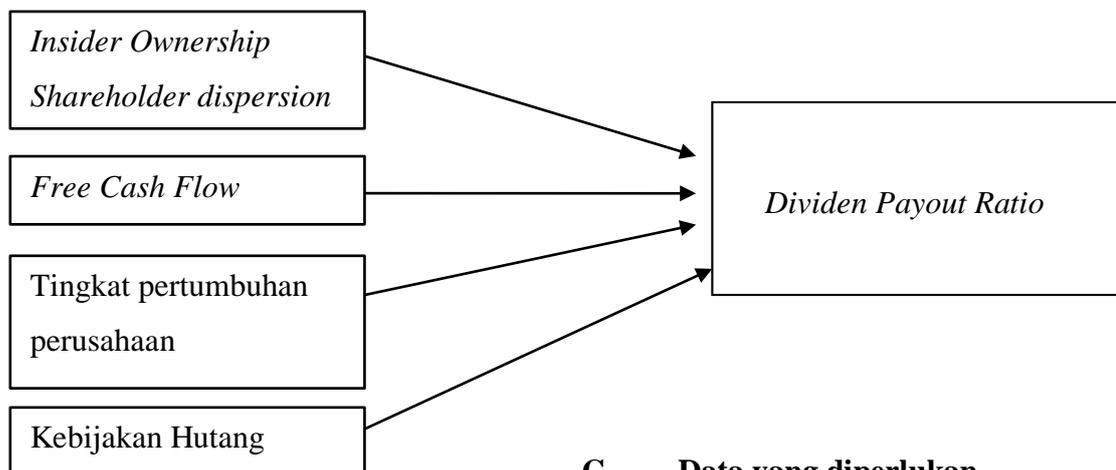
yang akan digunakan bebas dari pelanggaran uji asumsi klasik. Agar hasil pengujian dapat diinterpretasikan dengan tepat.

Model analisis data tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DPR = B_0 + b_1 INS + b_2 variace + b_3 FCF + b_4 Brow + e$$

Jika digambarkan dalam bentuk suatu Kerangka yang skematis maka dapat ditunjukkan seperti gambar. 2.4.1 berikut ini :

Gambar 2.1.
Kerangka Skematis Model Penelitian



METODE PENELITIAN

A. Obyek Penelitian

Obyek penelitian ini adalah semua perusahaan yang tergabung dlm perusahaan LQ 45 tahun 2011-2015 yang ada di IDX

B. Variabel-variabel Penelitian

1. Variabel Dependen
Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh faktor-faktor lain. Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah kebijakan *dividen*.
2. Variabel Independen
Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi, yang menjadi variabel independen tersebut adalah *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, dan tingkat pertumbuhan perusahaan dan kebijakan *Dividen*.

C. Data yang diperlukan

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Adapun data berasal dari :

1. Indonesia Capital Market Directory, tahun 2011-2015.
2. Laporan keuangan tahunan dan catatan atas laporan keuangan dari tiap-tiap perusahaan.
3. Jurnal atau publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini.

D. Metode Pengumpulan Data

1. Studi Pustaka

Yaitu metode pengumpulan data yang dilakukan dengan mempelajari literatur dan buku-buku yang berhubungan dengan penelitian yang dilakukan.

2. Pengumpulan Data

Pengumpulan data ini dilakukan dengan cara mempelajari artikel, jurnal-jurnal, serta buku-

buku yang diterbitkan oleh Bursa Efek Jakarta.

E. Metode Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2011-2015, dari populasi tersebut diambil sampel dengan metode teknik *purposive sampling*. Pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel dengan berdasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

1. Perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2011-2015.
 - a. Jumlah perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2011 adalah 49
 - b. Jumlah perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2012 adalah 52
 - c. Jumlah perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2013 adalah 48
 - d. Jumlah perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2014 adalah 49
 - e. Jumlah perusahaan yang tergabung dalam LQ 45 tahun 2015 adalah 47
2. Perusahaan yang memiliki data tentang prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*insider ownership*).
 - a. Pada tahun 2011 populasi yang memiliki *insider ownership* adalah 28 perusahaan.
 - b. Pada tahun 2012 populasi yang memiliki *insider ownership* adalah 33 perusahaan.
 - c. Pada tahun 2013 populasi yang memiliki *insider ownership* adalah 25 perusahaan.
 - d. Pada tahun 2014 populasi yang memiliki *insider ownership* adalah 41 perusahaan.
 - e. Pada tahun 2015 populasi yang memiliki *insider ownership* adalah 38 perusahaan.
3. Perusahaan yang pada tahun 2011-2015 membayar *dividen*.
 - a. Pada tahun 2011 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* adalah 40 perusahaan.
 - b. Pada tahun 2012 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* adalah 37 perusahaan.
 - c. Pada tahun 2013 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* adalah 31 perusahaan.
 - d. Pada tahun 2014 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* adalah 41 perusahaan.
 - e. Pada tahun 2015 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* adalah 38 perusahaan.
4. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan secara kontinyu dari periode 2011-2015
 - a. Pada tahun 2011 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.
 - b. Pada tahun 2012 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.
 - c. Pada tahun 2013 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 19 perusahaan.
 - d. Pada tahun 2014 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.

- e. Pada tahun 2015 populasi yang memiliki *insider ownership* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 27 perusahaan.
5. Perusahaan yang memiliki laporan keuangan secara kontinyu dari periode 2011-2015
- a. Pada tahun 2011 populasi yang memiliki *DER* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.
 - b. Pada tahun 2012 populasi yang memiliki *DER* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.
 - c. Pada tahun 2013 populasi yang memiliki *DER* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 19 perusahaan.
 - d. Pada tahun 2014 populasi yang memiliki *DER* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 25 perusahaan.
 - e. Pada tahun 2015 populasi yang memiliki *DER* dan membayar *dividen* serta memiliki laporan keuangan adalah 27 perusahaan

Variabel *Insider Ownership* diberi simbol *INS*. *Insider Ownership* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (Crutchley & Hansen, 1989, Susilawati, 2000).

$$INS = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{total saham}}$$

3. Shareholder Dispersion

Shareholder Dispersion diukur dengan menggunakan variance dari persentase kepemilikan saham. Dalam hal ini para pemegang saham mewakili satu

$$Variance = \frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{x})^2}{n-1}$$

kelompok. (Setyawan, 1999, yang dikutip oleh Susilowati, 2000). Rumus yang digunakan untuk menentukan besarnya variance adalah :

F. Definisi Operasional

1. Dividen Payout Ratio

Variabel *Dividen Payout Ratio* diberi simbol DPR. DPR diukur dengan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk *dividen*.

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

Dimana : DPR = Ratio pembayaran *dividen*
 DPS = Dividen per lembar saham
 EPS = Laba per lembar saham

2. Insider Ownership

Dimana : X_i = prosentase kepemilikan saham tiap kelompok
 \bar{X} = rata-rata prosentase kepemilikan saham
 n = jumlah data

4. Free Cash Flow

Free Cash Flow Menurut Hecket al. (1994) yang dikutip oleh Nurwahyuni dan Mardiyah adalah semua kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi yang dapat didistribusikan kembali kepada

pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan sekarang. Rumus *Free Cash Flow* seperti yang ditulis oleh Paiman (2001), Wilopo & Mayangsari (2002), serta Mardiyah (2003) adalah :

$$FCF = \frac{\text{Operating income} - \text{perubahan Net operating Aset}}{\text{total asset}}$$

5. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (Grow)

Variabel tingkat pertumbuhan diberi Grow. Indikator tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat pertumbuhan pendapatan di tahun yang akan datang dimana dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan pendapatan dari tahun 2000-2003.

$$GROW = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Dimana : S_t = penjualan pada tahun t
 S_{t-1} = penjualan pada tahun t-1

6. Kebijakan Hutang

Variabel kebijakan hutang diwakili oleh Total Debt to Equity Ratio (DER). Karena Total Debt to Equity Ratio (Rasio Total Hutang terhadap modal sendiri). DER diberi rumus: (kasmis, 2008)

$$\text{Total Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

G. Uji Kualitas Data

Sebelum dilakukan uji statistik untuk membuktikan hipotesis yang ada, terlebih dahulu harus dilakukan uji

kualitas data dengan uji asumsi klasik. Hal ini untuk membuktikan bahwa tidak terdapat multikolinieritas, autokorelasi, dan heterodastisitas pada data yang diolah.

1. Multikolinier

Multikolinieritas merupakan situasi dimana terdapat korelasi antara variabel-variabel independen. Adanya multikolinieritas mengakibatkan estimasi yang dihasilkan menjadi kurang tepat (Gujurati, 1995). Gejala multikolinieritas dapat diketahui dengan menggunakan *Person correlation matrix*. Perhitungan *tolerance* (TOL) dan *variance inflation factor* (VIF).

Karena dalam setiap model penelitian akan selalu terjadi multikolinieritas, maka setiap penelitian dapat menentukan sendiri berapa besarnya nilai koefisien korelasi, TOL, dan VIF yang dianggap berbahaya untuk terjadinya multikolinieritas (Haiz, et.al, 1992 yang dikutip dr. Ayani, 2001). Sebagai *rule of Humb*, Gujarati (1995) menggunakan nilai koefisien korelasi kurang dari 0,8 sebagai nilai yang menunjukkan tidak ada multikolinieritas dalam model penelitian. Untuk VIF *rule of Humb* (1995) menggunakan nilai 10, jika dalam nilainya VIF kurang dari 10, maka multikolinieritas tidak berbahaya. Sedangkan nilai *tolerance* (TOL) yang berkisar antara nol dan satu dan menggunakan *Rule of Humb* 0,10 dimana jika nilai TOL lebih besar dari 0,10 maka tidak terdapat multikolinieritas yang tinggi antara variabel independen.

2. Autokorelasi

Uji ini dilakukan untuk mengetahui adanya korelasi antara anggota serangkaian data observasi

runtut waktu (*time serier*) maupun data *cross section*). Jika dalam persamaan regresi terdapat autokorelasi maka estimasi OLS masih tetap konsisten hanya saja menjadi tidak efisien (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi gejala autokorelasi digunakan Durbin Watson (D-W) statistic. Sebagai *rule of Humb* nilai D-W yang menunjukkan gejala autokorelasi yang tidak berbahaya dapat dilihat dalam table D-W berikut ini :

Tabel 3.1 Tabel Gejala Autokorelasi

Nilai DW berdasarka n estimasi model regresi	Kesimpula n
$0 < d < d_1$	Terdapat autokorelasi korelasi positif dalam regresi
$d_1 < d < d_u$	Tidak ada kesimpulan
$D_{ut} < d < 4 - d_u$	Tidak terdapat autokorelasi dalam regresi
$4 - d_{ut} < d < 4$	Tidak ada kesimpulan
$4 - d_{ut} < d < 4$	Terdapat autokorelasi positif dalam model regresi

3. Heterokedastisitas

Gejala heteroskedastis akan muncul apabila variabel pengganggu memiliki varian yang

berbeda dari satu observasi ke observasi lain tidak efisien (Gujarati, 1995), menyatakan bahwa terdapat beberapa model grafik, Park, Gleser, *Rank Spearman Barlett*. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastis dalam persamaan regresi digunakan model Gleyser. Dengan model ini harus dilakukan regresi sederhana antara nilai absolut dan nilai tiap-tiap variabel independen. Apabila t hitung yang lebih besar dari t tabel diantara hasil regresi tersebut maka terjadi heterokedastis.

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

H. Analisis Data dan Uji Hipotesis

Dalam penelitian ini penulis menggunakan metode analisis kuantitatif, dengan menggunakan rumus :

1. Regresi Linier Berganda

Untuk mengetahui pengaruh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *fress cash flow* dan tingkat pertumbuhan terhadap kebijakan *dividen* dengan rumusan sebagai berikut : (Zaenal Mustafa, 1995;128).

$$Y' = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5$$

Dimana : Y' = taksiran harga y, sedangkan y adalah kebijakan *dividen* (DPR)

b_0 = konstanta

$b_1 b_2 b_3 b_4$ = koefisien regresi parsial

$X_1 =$ insider
 ownership (INS)
 $X_2 =$ shareholder
 (Variance)
 $X_3 =$ free cash flow
 (FCF)
 $X_4 =$ tingkat
 pertumbuhan (GROW)
 $X_5 =$ Kebijakan
 hutang (DER)

tolak H_0 jika $t_h \leq -t_{tab}$
 atau $t_{hit} > t_{tab}$ (signifikan)
 terima H_0 jika $-t_{tab} <$
 $t_{hit} < t_{tab}$ (signifikan)

2. Uji Hipotesis

Uji hipotesis ini untuk mengetahui apakah harga-harga yang diperoleh sampel tersebut benar-benar mewakili harga-harga parameternya. Uji ini dapat dilakukan secara serentak karena uji koefisien dengan cara regresi berganda akan sama hasilnya bila uji ini dilakukan secara parsial. Oleh sebab itu uji ini akan dilakukan dengan satu pengujian dengan cara regresi berganda :

1) T test

Untuk mengetahui apakah uji ini signifikan atau tidak, maka perlu dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut :

- a) Menentukan kriteria hipotesis dengan taraf signifikan 5% atau 0,05 dengan rumus $dk = n - 1 - k$
- b) Menghitung t hitung dengan rumus :

$$T_h = \frac{b_i}{S_{b_i}}$$

Dimana : $t_h = t$
hitung

$b_i =$
koefisien regresi

$S_{b_i} =$
simpangan koefisien regresi

$K =$
banyaknya variabel

$dk =$
derajat kebebasan

dengan ketentuan :

2) F test

Digunakan untuk mengetahui apakah ada hubungan yang signifikan atau tidak antara variabel independen dan variabel dependen, dengan rumus sebagai berikut:

$$f_h = \frac{KRR}{KRS}$$

Dimana : $f_h = f$ hitung
atau harga statistik f

$KRR =$ Kuadrat
Rerata Regresi

$KRS =$ Kuadrat
Rerata Simpangan

Ketentuannya adalah :

- Jika $f_h > f_t$ dengan taraf dipilih, dengan dk pembilang tertentu dan dk penyebut tertentu, maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak H_1 diterima yang artinya variabel X_1, X_2, X_3, X_4 , secara bersama-sama mempunyai hubungan yang signifikan terhadap variabel kebijakan *dividen*.

- Jika $f_h < f_t$ dengan taraf dipilih, dengan dk pembilang tertentu dan dk penyebut tertentu, maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima H_1 ditolak yang artinya variabel X_1, X_2, X_3, X_4 , tidak mempunyai hubungan dengan variabel Y, yaitu variabel kebijakan *dividen*.

3) Pengujian Koefisien Determinan (R^2)

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui tingginya derajat hubungan antara variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y) dan nilai

R^2 yang paling baik bila nilai R^2 mendekati satu maka pengaruh dari keempat variabel tersebut akan semakin besar. Adapun rumusannya adalah (Zaenal Mustafa, 1995: 136).

$$R^2 = \frac{b_1 \sum YX_1 + b_2 \sum YX_2 + b_3 \sum YX_3 + b_4 \sum YX_4 + b_5 \sum YX_5}{\sum Y^2}$$

Batas nilai R^2 adalah $0 \leq R^2 \leq 1$

- a) Apabila $R^2 = 1$ berarti variabel Y 100% dipengaruhi oleh variabel X_1, X_2, X_3, X_4, X_5
 - b) Apabila $R^2 = 0$ berarti variabel X_1, X_2, X_3, X_4, X_5 tidak berpengaruh terhadap variabel Y.
- 4) Taraf signifikan
- Pada penelitian ini menggunakan taraf signifikan $\alpha = 0,05$ atau 5 %. Hal ini dikarenakan dalam penelitian ini yang diteliti adalah harga sahamnya bukan produknya. Ketentuan dari tingkat signifikannya adalah :
- Bila probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima
 - Bila probabilitas $< 0,05$ maka H_0 ditolak.

ANALISA DATA DAN PEMBAHASAN

Pembahasan dalam bab ini meliputi dua bagian pembahasan, pembahasan pertama adalah pembahasan mengenai uji asumsi klasik, yaitu meliputi uji multikolinearitas, uji heterokedastisitas, serta uji autokorelasi.

Untuk pembahasan yang ketiga yaitu pembahasan tentang uji statistik yang meliputi uji regresi berganda, uji parsial (t

test), uji simultan (f test) serta uji determinan (R^2).

A. Uji Asumsi Klasik

1. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan yang kuat antara variabel independen dalam persamaan regresi yang dilakukan dengan menggunakan konsekuensi kehadiran multikolinearitas. Konsekuensinya adalah koefisien dan persamaan regresi akan sulit ditentukan dan standar deviasinya tidak dapat dipastikan (Gujarati, 1995: 345).

Gejala multikolinearitas pada persamaan ini akan dideteksi dengan metode pengujian Tolerance (TOL) serta Variance Inflation (VIF). Gujarati (1995: 339) memberikan *rule of thumb* jika VIF di atas nilai 10, maka dapat dikatakan terjadi multikolinearitas yang berbahaya dan jika TOL di atas 0.1 dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas yang berbahaya. Penelitian yang baik adalah tidak terdapat multikolinearitas pada variabel-variabel independen dalam persamaan regresi berganda.

Pada tabel 4.2 yang diperoleh dari lampiran 3 disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas pada persamaan regresi yang dibuat karena nilai TOL dan VIF tidak melanggar *rule of thumb* yang ditentukan

Tabel 4.2
Nilai TOL dan VIF Variabel-Variabel Independen

Variabel In dependen	TOL	Kolinearitas	VIF	Kolinearitas
----------------------	-----	--------------	-----	--------------

<i>Insider Ownership (INS)</i>	0.174	Tidak signifikan	5.735	Tidak signifikan
<i>Shareholder Dispersion</i>	0.175	Tidak signifikan	5.724	Tidak signifikan
<i>Free Cash Flow (FCF)</i>	0.994	Tidak signifikan	1.006	Tidak signifikan
<i>Pertumbuhan Perusahaan</i>	0.967	Tidak signifikan	1.035	Tidak signifikan
<i>DER</i>	0.973	Tidak signifikan	1.028	Tidak signifikan

Sumber: BEJ dan diolah

2. Uji Heterokedastisitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui ada setidaknya variabel pengganggu yang memiliki varian yang berada dari satu observasi ke observasi lainnya atau varian antara variabel independen tidak sama (Gujarat, 1995: 356).

Pengujian heterokedastisitas pada persamaan ini dilakukan dengan melakukan metode *Glejser* pada lampiran 5, yaitu melakukan regresi satu persatu variabel-variabel independen yang diduga memiliki korelasi yang

kuat dengan kesamaan pengganggu (residual) terhadap nilai absolute residual. Pada table 4.3 di bawah ini dapat dilihat hasil uji heterokedastisitas yang menunjukkan bahwa tidak ada satupun hasil regresi yang berpengaruh secara signifikan terhadap nilai absolute residual, karena nilai t-statistik semua variabel independen tidak ada yang signifikan pada level 5%. Hal ini berarti bahwa dalam regresi tidak terjadi Heterokedastisitas.

Tabel 4.3
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	T	Sig	Kesimpulan
<i>Insider Ownership (INS)</i>	-0.469	0.640	Tidak signifikan
<i>Shareholder Dispersion (VAR)</i>	0.221	0.825	Tidak signifikan
<i>Free Cash Flow (FCF)</i>	-0.480	0.632	Tidak signifikan
<i>Pertumbuhan Perusahaan (Groth)</i>	-0.892	0.374	Tidak signifikan
<i>DER</i>	-0.358	0.721	Tidak signifikan

Sumber: BEJ dan diolah

3. Uji Autokorelasi

Autokorelasi oleh Gujarati (1995: 100) diartikan sebagai korelasi antara variabel-variabel observasi pada data time series maupun pada cross sectional. Autokorelasi dapat ditimbulkan oleh adanya manipulasi data.

Pengujian autokorelasi pada persamaan ini menggunakan metode *Durbin-Watson* dan berdasarkan output pada lampiran 6 nilai *Durbin-Watson* 2.073 digunakan sebagai rule of thumb. Menurut Gujati jika $d_u < d < 4 - d_u$ tidak terdapat autokorelasi.

Nilai *Durbin Watson* dalam regresi penelitian adalah 2.073. berdasarkan tabel *Durbin Watson* dengan $n = 120$ dan parameter $k = 5$ maka diperoleh $d_u = 1.789$ dan $d_l = 1.616$

sehingga $d_u < d < 4-d_u$ adalah $1.789 < 2.073 < 2.211$. Hal ini berarti bahwa model persamaan regresi yang dihasilkan bebas dari autokorelasi.

Gambar 4.1
Gambar Pembagian D-W



B. Analisis Pengaruh *Insider Ownershi, Shareholder Dispersion, Free Cash Flow, dan Pertumbuhan Perusahaan*

1. Analisis Regresi Linear Berganda

Untuk menganalisis pengaruh *insider Ownership, Shareholder Dispersion, Free Cash Flow*, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap kebijakan dividen dan persamaan regresi

- (*Shareholder Dispersion*)
- X3 = FCF (*Free Cash Flow*)
- X4 = GROTH (*Pertumbuhan Perusahaan*)
- X5 = DER

linear berganda secara umum adalah sebagai berikut:

$$y = b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5$$

- dimana:
- y = DPR (*Dividen Payout Rasio*)
- b_0 = konstanta
- b_1, b_2, b_3, b_4 = Koefisien Regresi
- X1 = INS (*Insider Ownerhi*)
- X2 = VAR

Berdasarkan hasil perhitungan dengan menggunakan program SPSS diperoleh hasil seperti yang ditunjukkan pada tabel 4.4 di bawah ini:

Tabel 4.4

	Intercept	X1 (INS)	X2 (VAR)	X3 (FCF)	X4 (GROW)	X5 (DER)
--	-----------	----------	----------	----------	-----------	----------

Coef Reg	44.414	-0.017	-0.499	-0,041	-53.211	0,928
T statistik	6.025	-2.011	-0.163	-1,095	-1,691	2,191
Prob T statistik	0.000	0,029	0,871	0,284	0,094	0,031
F Statistik	1.381					
Prob F statistik	0.236					
Adj R Square	0.016					
R Square	0.057					

Daftar Hasil Analisis Regresi Berganda

Sumber: BEJ dan diolah

Dari hasil di atas dapat dibuat persamaan sebagai berikut ini:

$$Y = 44,414 - 0,017X_1 - 0,499 X_2 - 0,041 X_3 - 53,211 X_4 + 0,928 X_5$$

dimana:

$$b_0 = 44,414$$

Adalah nilai konstanta atau besarnya harga DPR sebesarnya jika variabel yang mempengaruhi DPR yaitu $y = x_1, x_2, x_3, x_4, x_5$ adalah 0.

$$b_1 = -0,017$$

artinya setiap kenaikan 1% *insider ownership* akan menurunkan harga DPR sebesar -0,017 dan sebaliknya setiap penurunan 1% *insiderownership* akan menaikkan nilai DPR sebesar 0,017

$$b_2 = -0.499$$

Koefisien Regresi X_2 (*Shareholder Dispersion*) sebesar 8,761 mempunyai arti bahwa peningkatan atau kenaikan *ShareeHolder Dispersion* sebesar 1% maka menyebabkan perubahan sebesar -0.499

$$b_3 = -0,041$$

koefisien ini dapat diartikan bahwa dengan semakin besar atau semakin kecil jumlah *free slash flow* yang dimiliki perusahaan sebesar 1% akan berpengaruh terhadap DPR sebesar -0,041

$$b_4 = -53,211$$

Koefisien x_4 (tingkat pertumbuhan perusahaan) sebesar -53,211 dapat diartikan bahwa dengan semakin tinggi atau semakin rendah (turun) tingkat pertumbuhan perusahaan sebesar 1% akan berpengaruh terhadap y (DPR) sebesar -53,211.

$$b_5 = 0,928$$

Koefisien x_5 (DER) sebesar 0,928 dapat diartikan bahwa dengan semakin tinggi atau semakin rendah (turun) tingkat ROA sebesar 1% akan berpengaruh terhadap y (DPR) sebesar 0,928.

2. Uji Partial T test

Uji ini dilakukan untuk menguji masing-masing variabel secara individual apakah variabel *Insider Ownership, Share Holder Dispersion, Free Cash Flow*, dan pertumbuhan perusahaan dengan variabel *dividen payout rasio*.

a. Uji Partial T test) *Insider Ownership*

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah variabel *Insider Ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan atau tidak terhadap variabel *dividen payout rasio*.

Langkah-langkah adalah:

1. Taraf signifikan

$$H_0 : B_0 = 0$$

$$H_1 : b_1 \neq 0$$

Dengan taraf signifikansi yaitu:

$$\alpha : 0.05 \text{ (untuk 1 sisi pengujian)}$$

$$\alpha : 0.025 \text{ (untuk 2 sisi pengujian)}$$

2. Mencari t tabel

$$dk = n - 1 - k$$

$$= 120 - 1 - 4$$

$$= 115$$

$$t \text{ tab } \alpha 5\% = 1.658$$

$$t \text{ tab } \alpha 2.5\% = 1.980$$

3. Menentukan t hit

$$t_h = \frac{b_1}{S_{b_1}}$$

$$t_h = -0.229$$

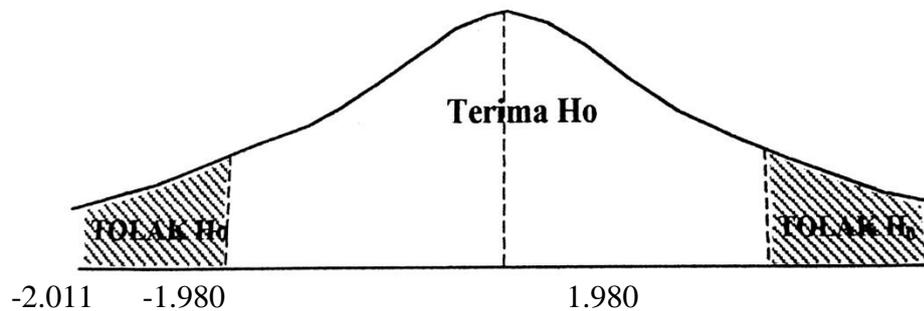
4. Menentukan apakah hipotesis diterima atau ditolak

H_0 diterima jika $-t_{tab} < t_{hit} < t_{tab}$ (tidak signifikan)

H_0 ditolak jika $t_{hit} > t_{tab}$ atau $t_{hit} \leq -t_{tab}$ (signifikan)

Gambar 4.2

Gambar Penerimaan dan Penolakan Uji T tes t untuk *Insider Ownership*



Karena nilai t_{hit} berada di daerah penerimaan H_0 yaitu $-1.980 < -2.011$ hal ini berarti variabel *Insider Ownership* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel *dividen payout rasio*. Hal ini diperjelas dengan tingkat taraf signifikansi penelitian yaitu 0.029 yang lebih besar dari tingkat $\alpha : 0.05$.

Hasil ini menunjukkan bahwa teori yang menyatakan *insider ownership* memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen tidak dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam LQ 45

shareholder dispersion mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *dividen payout rasio*, Hal ini diperjelas dengan tingkat taraf signifikan penelitian yaitu 0.871 lebih besar dari pada tingkat $\alpha : 0.05$.

Variabel *shareholder dispersion* merupakan variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis bahwa penyebaran pemegang saham (*shareholder dispersion*) berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Dan hasil penelitian mempunyai pengaruh yang tidak signifikan. walaupun hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia karena tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen

a. Uji partial (t test)

Shareholder Dispersion

Karena t_{hit} berada di daerah penerimaan itu yaitu pada angka $-2.011 < -0.163 < 1.980$, hal ini berarti variabel

dengan kesesuaian prediksi 0.871, akan tetapi hubungan penyebaran kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham dengan rasio pembayaran dividen menunjukkan ada kecenderungan dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan yang disebabkan oleh adanya penyebaran pemegang saham.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyuni (2001), Susilowati (2000), Handoko (2002), bahwa kehadiran *share holder dispersion* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena semakin menyebarnya pemegang saham akan meningkatkan kesulitan pengawasan terhadap kinerja perusahaan dan salah satu alternatif untuk menyelesaikan masalah tersebut dengan membayar dividen, sehingga akan memperkecil jumlah laba yang ditahan.

b. Uji Partial (t test) *Free Cash Flow*

Karena t hitung berada di daerah penerimaan H_0 itu dengan ketentuan $-t_{tab} < t_{hit} < t_{tab}$ yaitu pada $-1.980 < -0.095 < 1.980$ hal ini mempunyai arti bahwa

variabel *Free Cash Flow* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel ini mempunyai hubungan yang negative dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, karena semakin besar *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan maka jumlah dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi, sehingga konflik yang terjadi antara manager dan pemegang saham dapat dikurangi dengan pembayaran dividen.

Berdasarkan penelitian ini variabel *Free Cash Flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakn dividen hal ini juga diperkuat dengan lebih besarnya tingkat kesalahan yaitu $0.942 > 0.05$.

c. Uji Partial (t test) Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Oleh karena t hitung berada di daerah penerimaan yaitu $-t_{tab} < t_{hit} < t_{tab}$ dengan ketentuan yaitu pada $-1.980 < -1.411 < 1.980$ hal ini mempunyai arti bahwa variabel tingkat pertumbuhan mempunyai tidak pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini juga diperkuat dengan nilai probabilitas kesalahan $0.09 > \alpha : 0.05$.

d. Uji Partial (t test) Tingkat Debt to Equity Ratio (DER)

Oleh karena t hitung berada di daerah penerimaan yaitu $-t_{tab} < t_{hit} < t_{tab}$ dengan ketentuan yaitu pada

1.972 < 2.191 hal ini mempunyai arti bahwa variabel tingkat mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden. Hal ini juga diperkuat dengan nilai probabilitas kesalahan $0.031 > \alpha : 0.05$.

3. Uji Simultan

Uji F test (simultan) atau juga sering disebut uji koefisien secara serentak ini dilakukan untuk mengetahui sejauh mana semua variabel X secara bersama dapat mempengaruhi variabel n Y.

Uji simultan dilakukan dengan membandingkan antara F hit dengan F tabel yaitu dengan ketentuan sebagai berikut:

Tolak Ho jika $F_{hit} \geq F_{tab}$

Terima Ho jika $F < F_{tab}$

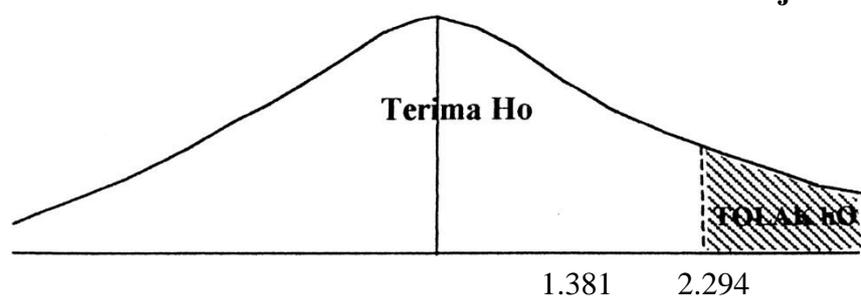
Dari hasil perhitungan SPSS diperoleh F hit : 1.381 (lampiran 7)

Dan F tab yaitu :

$dk = n-1-k = 114$

Maka F tabel adalah 2.294

Gambar 4.5
Gambar Penerima dan Penolakan untuk Uji F test



Pada penelitian ini karena $F_{hit} < F_{tab}$ yaitu $1.381 < 2.294$ dan terletak didaerah penerimaan Ho yang artinya secara serentak variabel *insider ownership, shareholder dispersion, free cash flow*, dan tingkat pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividen payout rasio*.

4. Uji Determinan

Untuk mengetahui besarnya pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama juga dapat

diketahui dengan menggunakan koefisien determinan (*Adjusted R. Square*). *Adjusted R. Square* sebesar 0.016 atau 1.6% dipengaruhi oleh variabel-variabel independen secara bersama-sama sebesar 1.6% dan sisanya sebesar 98.4% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak masuk dalam penelitian ini.

Dari hasil perhitungan yang diperoleh *R square* yaitu 0.057 dapat diketahui besarnya R yaitu 0.239. Dalam hal ini menunjukkan erat tidaknya hubungan antara *Insider Ownership, Shareholder Dispersion, Free Cash Flow*, dan Pertumbuhan Perusahaan dengan kebijakan dividen. Dan dalam penelitian ini diperoleh R

mendekati +1 yaitu 0.239 yang menunjukkan bahwa *Insider Ownership*, *Share holder Dispersion*, *free Cash Flow*, dan Pertumbuhan Perusahaan mempunyai hubungan yang positif dengan kebijakan deviden.

KESIMPULAN DAN SASARAN

Kesimpulan

Berdasarkan analisis regresi terhaaddap variaabel-variabel independen penelitian, yang kemudian dilanjutkan dengan pengujian terhadap hipotesis-hipotesis penelitian, maka dapat dibuat kesimpulan sebagai berikut :

1. Secara partial tingkat kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden. Dalam pengujian ini pengaruh *insider ownership* terhadap kebijakan deviden bersifat negatif, hal ini berarti hipotesis pertamayang diajukan dalam penelitian terbukti. Artinya teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang kepemilikan saham oleh manajemennya tinggi akan cenderung membagikan dividennya rendah. Dengan demikian deviden bisa dijadikan sebagaai salah satu mekanisme penurunan masalah keagenan. Hal ini terbukti berdasarkan uji partial (t test) denga hasil $-2.754 > -1.980$ dan didukung de ngan tingkt probalitas $0.029 < 0.05$ maka haasilnya signifikan dan arahny negative.
2. Secara partial variabel *shareholder dispersion* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *dividen payout rasio*, Hal ini diperjelas dengan tingkat taraf signifikan penelitian yaitu 0.871 lebih besar dari pada tingkat α :

0.05. Variabel *shareholder dispersion* merupakan variabel yang digunakan untuk menguji hipotesis bahwa penyebaran pemegang saham (*shareholder dispersion*) berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran deviden. Dan hasil penelitian mempuyai pengaruh yang tidak signifikan. walaupun hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia karena tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden dengan kesesuaian prediksi 0.871, akan tetapi hubungan penyebaran kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham dengan rasio pembayaran deviden menunjukkan ada kecenderungan deviden menjadi salaah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan yang disebabkan oleh adanya penyebaran pemegang saham. Penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wahyuni (2001), Susilowati (2000), Handoko (2002), bahwa kehadiran *share holder dispersion* tidak berpengaruh terhadap kebijakan deviden karena semakin menyebarnya pemegang saham akan meningkatkan kesulitan pengawasan terhadap kinerja perusahaan dan salah satu alternatif untuk menyelesaikan masalah tersebut dengan membayar deviden, sehingga akan memperkecil jumlah laba yang ditahan.

3. Secara parsial variabel tingkat variabel *Free Cash Flow* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden. Variabel ini mempunyai hubungan yang negative dan tidak signifikan terhadap kebijakan deviden, karena semakin besar

Free Cash Flow yang dimiliki perusahaan maka jumlah deviden yang dibayarkan juga semakin tinggi, sehingga konflik yang terjadi antara manager dan pemegang saham dapat dikurangi dengan pembayaran deviden. Berdasarkan penelitian ini variabel *Free Cash Flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan deviden hal ini juga diperkuat dengan lebih besarnya tingkat kesalahan yaitu $0.942 > 0.05$.

4. Secara parsial variabel tingkat pertumbuhan perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden. Dalam pengujian t test hasilnya adalah $..153$ dan t tabelnya adalah 1.980 maka hasil analisis adalah ketentuan yaitu pada $-1.980 < -1.411 < 1.980$ hal ini mempunyai arti bahwa variabel tingkat pertumbuhan mempunyai tidak pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden. Hal ini juga diperkuat dengan nilai probabilitas kesalahan $0.09 > \alpha : 0.05$. Selain itu arah yang dihasilkan juga bersifat positif. Maka variabel tingkat pertumbuhan perusahaan dalam penelitian juga tidak dapat digunakan sebagai salah satu mekanisme penuruanan masalah keagenan. Oleh sebab itu hipotesis keempat yang diajukan dalam penelitian ini tidak terbukti (tidak sesuai).
5. Secara Parsial variabel Return On Asset Mempunyai pengaruh Terhadap Kebijakan Deviden Oleh karena t hitung berada di daerah penerimaan yaitu $-t_{tab} < t_{hit} < t_{tab}$ dengan ketentuan yaitu pada $1.972 < 2.191$ hal ini mempunyai arti bahwa variabel ROA mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan

deviden. Hal ini juga diperkuat dengan nilai probabilitas kesalahan $0.031 > \alpha : 0.05$.

6. Secara simultan, berdasarkan hasil analisis data menunjukkan bahwa tidak adanya deretan hubungan antara variabel *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow* dan pertumbuhan perusahaan pada tingkat $\alpha = 0,05$ hal ini terbukti dengan tingkat probolitasnya ssebesar $0,06$ terbukti dengan uji F-nya adalah dengan F hitung 2.248 dan f table 2.45 .
7. Dari hasil nilai koefisien determinan (R^2) hasilnya adalah 0.24 hal ini berarti bahwa variabel *insider ownership*, *shareholder dispersiom*, *free cash flow* dan tingkat pertumbuhan perusahaan mempengaruhi variabel *dividen payout ratio* hanya sebesar 24% dari sisa 76% dipengaruhi oleh variabel-variabel lain yang tidak termasuk daam penelitian ini.

Saran

Dari kesimpulan dan keterbatasan penelitian ini, maka penulis memberikan saran, yaitu:

1. Penelitian tentang pengaruh *insider ownership structure* dan Return Of Asset terhadap kebijakan deviden perusahaan menunjukkan bahwa *insider ownership* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden ration. Hasil penelitian ini dapat dijadikan acuan oleh para investor di BEJ untuk mempertimbangkan kahadiran *insider ownership* dan juga mempertimbangkan tingkat pengembalian dari asset untuk para pemegang saham.
2. Berdasarkan nilai koefisien determinan (R^2) dalam penelitian ini yang kecil yaitu

24% maka untuk peneliti-peneliti lain agar menambah variabel-variabel *institutional ownership*, resiko perusahaan, ukuran perusahaan, *collateral table asset*, dan lain-lain sehingga hasilnya dapat memberikan gambaran tentang masalah keagenan ini.

3. Untuk manajemen sebaiknya selalu mempertimbangkan keputusan dalam menentukan kebijakan dividen, dalam hal ini yaitu dalam menentukan besar kecilnya dividen pay out ratio karena dengan pembagian dividen yang tinggi akan mengurangi konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajer.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, S. (2010). “*Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Kebijakan Deviden: Suatu analisis Simultan*”, Jurnal Manajemen Dan Bisnis Indonesia, Vol. 2, No. 1, PP. 159-177
- Ayani, N. LG. (2011), “*Analisis Pengaruh faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor Biaya Transaksi Terhadap Ratio Pembayaran Deviden*” Tesis Pasca Sarjana UGM.
- Eugene F Brigham and Louis Gapenski, “*internasional Financial Management*” edisi ke-5, Jon Wiley & Sons, New York 1996.
- Erlina, H.R (2012), “*Analisis Simultan Antara Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang dan Deviden Perusahaan Dalam Agency Teory*” Tesis Pasca Sarjana UGM
- Gujarati D. N. (1995), *Basic Economics*, Third Edition, MC. Grow Hill, Inc
- Hamidi, M. (2013) “*Pengaruh Cash flow, insider Ownership, Invesment OPPortunity Incdan Capital Expenditures ; Suatu Pengujian Terhadap Hi[potesis Packing Order Dan Manajerial*” Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia Vol. !8, No.3, PP 271-287.
- Himawan, S. (2013) “*Pengaruh Proporsi Kepemilikan Saham Publik Terhadap Rasio Keuangan Perusahaan Manufaktur Di BEJ*” Tesis Pasca Sarjana UGM
- Jogianto, H. M (2000) “*Teori Portofolio Dan Analisis Investasi*” Edisi Kedua, BPF, UGM, Yogyakarta
- Kuncoro, B. W. (2012). “*Pengaruh Struktur kepemilikan Saham Terhadap Kebijakan Finansial Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Di BEJ*” Tesis Pasca Sarjana UGM
- Mulyono Budi, (2009) “*Pengaruh Debt Equity Ratio, Insider ownership, Size dan Investment Oppunity Set terhadap kebijakan Deviden (Studi pada Industri Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007*”
- Suharto, (2013), “*Pengaruh Insider Ownership, Net Organizational, Capital dan Resiko Pasar Terhadap Kebijakan Deviden*” Jurnal Kajian Bisnis Vol.12, No.1, PP.41-56
- Susilawati, C. E., (2000) “*Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Deviden*” Jurnal Siasat Bisnis Vol.2, No.5, PP 111-126
- Susilowati, Ema. (2014) “*Analisis Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan, Dan Profitabilitas*

Terhadap Kebijakan Deviden Pada
Perusahaan Makanan Dan
Minuman Di BEJ” Jurnal Bisnis
dan Akuntansi Vol.2, No.3. PP
115-135

Sumanti, C. J., (2015), “*Analisis
Kepemilikan Manajerial,
Kebijakan Hutang, Protitional
Terhadap Kebijakan Deviden Dan
Nilai Perusahaan Manufaktur*”
Jurnal Riset Ekonomi Vol. 3, No.
1, PP.24-43

Tasman,. (2010), “*Analisis Pengaruh
Insider Ownership, Kebijakan
hutang, dan Deviden Terhadap
Niali Perusahaan serta Faktor-
faktor yang mempengaruhinya*”
Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Vol.
10, No.2, PP. 162-181

Wahyuni, Ed, (2010), “*Pengaruh Insider
Ownership, Dispersion Of
Ownership, Free Cash Flow,
Collaterizable Assets dan Tingkat
Pertumbuhan Terhadap Nilai
perusahaan*”, Jurnal Media
Ekonomi, Vol. 14, No. 12, PP.
201-301.

Zakiah Tuti, (2005) “*Pengaruh Insider
Ownership, Dispersion Of
Ownership, Free Cash Flow, dan
Tingkat Pertumbuhan Terhadap
Kebijakan Deviden*” Tesis Pasca
Sarjana UMY.

Zainal Mustafa, (1995), “*Pengantar
Statistis Terapan Ekonomi*” BPFE,
Yogyakarta