

**ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL
TERHADAP KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR (GO PUBLIC DIBEI)**

TESIS

**Diajukan Untuk Memenuhi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat-syarat Guna
Mencapai Gelar Magister Akuntansi Jenjang Strata Dua (S-2)**



Oleh

**Nama : SABAR NAPITUPULU
Nomor Mahasiswa : 07730606**

**PROGRAM PASCASARJANA MAGISTER AKUNTANSI
SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI SWADAYA
JAKARTA
2009**

LEMBAR PERSETUJUAN PEMBIMBING TESIS

ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR (*GO PUBLIC* DIBEI)

Dipersiapkan dan disusun oleh

SABAR NAPITUPULU
07730606

Telah diterima sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Pascasarjana Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya

Menyetujui :

N a m a	Tanggal	Tanda Tangan
Dr. Hj. Pudji Astuty, SE, MM Pembimbing I		
Drs. Kikin Sadikin, MM Pembimbing II		
Drs. H. Sharifuddin Husen, Ak, MSi Direktur Program		

LEMBAR PERSETUJUAN DEWAN PENGUJI TESIS

ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR (*GO PUBLIC* DIBEI)

Dipersiapkan dan disusun oleh

SABAR NAPITUPULU
07730606

Telah diuji oleh Dewan Penguji pada tanggal _____ dan diterima sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Program Pascasarjana Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya

Dewan Penguji :

N a m a	Tanda Tangan
Dr. Hj. Pudji Astuty, SE, MM Pembimbing I	
Drs. Kikin Sadikin, MM Pembimbing II	
Prof. Dr. H. Djarkasi S, Drs, MSi Anggota	

PERNYATAAN KEASLIAN TESIS

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya menyatakan bahwa tesis dengan judul :

ANALISIS PENGARUH FAKTOR-FAKTOR FUNDAMENTAL TERHADAP KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR (*GO PUBLIC* DI BEI)

Dan diajukan untuk diuji pada tanggal Maret 2009, adalah hasil karya saya.

Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam tesis ini tidak terdapat, baik secara keseluruhan ataupun sebagian, tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau symbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat, baik secara keseluruhan ataupun sebagian, tulisan yang saya salin, tiru, atau ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan pada penulis aslinya.

Apabila saya melakukan hal tersebut dia atas, baik secara disengaja ataupun tidak, dengan ini saya menyatakan tesis yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya ternyata melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta batal saya terima.

Jakarta, Maret 2009
Yang member pernyataan

Sabar Napitupulu

Saksi 1 Sebagai ketua tim penguji

Saksi 2 Sebagai anggota tim penguji

Saksi 3 sebagai anggota tim penguji

ABSTRAK

- (A) Nama/NIM : Sabar Napitupulu / 07730606
(B) Judul Tesis : Analisis Pengaruh Faktor-faktor Fundamental Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Manufaktur (*Go Public* Di BEI).
(C) Kata Kunci : *Dividend payout ratio, delta current liabilities, cash flow variability*

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris : (1) Pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan yaitu teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends*) secara parsial terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR). (2) Pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan yaitu teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends*) secara simultan terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sampai akhir periode *fiscal* tanggal 31 Desember 2006. Pemilihan sampel dilakukan dengan *sampling frame* (batasan sampel yang diteliti) yang digunakan hanya meliputi perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur yang telah terdaftar di BEI sampai dengan tahun 2006. Pemilihan jenis industri manufaktur sebagai sampel karena industri tersebut paling banyak *listing* di BEI. Dan *sampling frame* kemudian dilakukan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu teknik sampling yang digunakan jika mempunyai pertimbangan tertentu, adapun kriterianya adalah (1) Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI dari tahun 2004 sampai 2006. (2) Perusahaan memiliki data laporan keuangan yang lengkap. (3) Perusahaan yang memiliki saham yang aktif diperdagangkan dengan kriteria SE Bapepam bahwa saham yang aktif diperdagangkan adalah di atas 300 kali. Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut maka terdapat 56 perusahaan yang menjadi sampel, dan 141 populasi. Laporan diperoleh dari laporan bulanan *Jakarta Stock Exchange*, laporan tahunan *Jakarta Stock Exchange, Indonesian Capital Market Directory*

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang menguji pengaruh variable-variabel keuangan terhadap pembayaran dividen saham perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Adapun variabel-variabel keuangan yang digunakan meliputi *delta current liabilities*, ROI, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, *cash flow variability*, dan beta. Hasil dari penelitian ini adalah (1) Dari hasil uji F dapat diketahui bahwa variabel independen secara serentak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), dengan demikian ada pengaruh yang signifikan secara simultan variabel *delta current liabilities*, ROI, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, *cash flow variability* dan beta

terhadap *dividend payout ratio* (DPR) di Bursa Efek Jakarta. (2) Analisis pengaruh Delta Current Liabilities, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh Expected Capital Expenditures, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh Cash Flow Variability, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap beta pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh beta, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. Berdasarkan hasil analisis tersebut, *average growth in dividend* dan ROI berpengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen saham dengan demikian hipotesis 6 yang menyatakan bahwa variabel ROI berpengaruh negative terhadap *dividend payout ratio* (DPR) diterima namun dengan pengaruh yang positif, dan hipotesis 4 yang menyatakan bahwa variabel *average growth in dividend* berpengaruh negative terhadap *dividend payout ratio* (DPR) diterima namun dengan pengaruh yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa dalam berinvestasi, investor semakin berhati-hati dalam memilih perusahaan. Perusahaan yang memberikan keuntungan yang pasti akan dipilih oleh investor.

Adapun saran yang dapat diberikan sebagai masukan adalah (1) Penelitian ini terdapat nilai beta suatu saham yang sangat rendah dan yang sangat tinggi, penelitian serupa selanjutnya menentukan standar besar range nilai beta. (2) Variabel *dividend payout ratio* dalam penelitian ini, ada yang bernilai nol, penelitian serupa selanjutnya menetapkan standar nilai *dividend payout ratio*, agar tidak terdapat nilai nol. (3) Jumlah sampel yang terbatas yaitu perusahaan manufaktur saja, penelitian serupa selanjutnya dapat menambah jumlah sampel yang terbatas dengan menambah sampel dan kategori industri yang lain. (4) Dalam penelitian ini tahun pengamatan terbatas yaitu hanya 3 tahun, penelitian serupa selanjutnya dapat menambah jumlah tahun pengamatan. (5) Nilai koefisien determinasinya (R^2) dari hasil regresi di atas menunjukkan angka sebesar 0,487. angka ini mempunyai arti bahwa determinasi semua variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen adalah sebesar 48.7 %. Sehingga bagian dari variabel dependen yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model adalah sebesar 51.3 %. Penelitian serupa selanjutnya harus menambah jumlah variabel dependen.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yang Maha Pengasih, berkat rahmat dan karunia yang dilimpahkanNya, maka akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini.

Tujuan penulisan Tesis ini adalah untuk melengkapi salah satu syarat menempuh ujian Magister Akuntansi pada Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta.

Selama penulisan Tesis, penulis banyak mendapatkan bantuan dan dorongan dari berbagai pihak sehingga akhirnya skripsi ini dapat diselesaikan, karena itu pada kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Tuhan Yang Maha Kuasa, sebagai sumber kekuatan dan pengharapan yang telah memberikan rahmat dan karuniaNya pada penulis.
2. Bapak Dr. H. Asmar Padman, selaku Ketua Pembina Yayasan Swadaya Jakarta.
3. Bapak Ir. Arief Budiman, selaku Ketua Yayasan Swadaya Jakarta.
4. Bapak Prof. Dr. H. Said Zainal Abidin, MPIA, selaku Ketua Sekolah Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta.
5. Bapak Drs. H. Sharifuddin Husen, M.Si. selaku Direktur Magister Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta.
6. Ibu Dr. Hj. Pudji Hastuti, SE, MM selaku Pembimbing Materi yang telah memberikan pengarahan dalam penyusunan tesis ini.
7. Bapak Drs. Kikin Sadikin, MM, selaku Sekretaris Program Magister Akuntansi Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta dan sebagai pembimbing teknis yang telah memberikan pengarahan dalam penyusunan tesis ini.
8. Pimpinan dan Staff Bursa Efek Indonesia (BEI) Jakarta yang telah memberikan kesempatan kepada penulis dalam melaksanakan penelitian.
9. Istri, Anak-anaku dan Saudara-saudaraku tercinta, yang telah memberikan doa restu serta pengorbanan yang tulus hingga penulis dapat menyelesaikan studi di Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Swadaya Jakarta.

10. Serta semua pihak yang tidak bisa disebutkan satu persatu, sehingga terwujudnya penulisan tesis ini.

Akhir kata, penulis mohon saran dan kritik yang membangun demi kesempurnaan penulis dimasa yang akan datang. Dan semoga Tesis ini membawa manfaat bagi orang yang membutuhkannya, Amin ...

Jakarta, Januari 2009

Penulis

Sabar Napitupulu

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
LEMBAR PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
LEMBAR PERSETUJUAN DEWAN PENGUJI	iii
LEMBAR PERNYATAAN	iv
ABSTRAK	v
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Identifikasi Masalah	5
1.3 Rumusan Masalah	6
1.4 Maksud Penelitian	7
1.5 Tujuan Penelitian	7
1.6 Kegunaan Penelitian	8
1.7 Metode Penelitian	9
1.8 Sistematika Penulisan	26
BAB II LANDASAN TEORI	
2.1 Tinjauan Pustaka	28
2.1.1 Investasi Saham	28
2.1.2 Kebijakan Deviden	45
2.2 Penelitian Yang Relevan	49
2.3 Kerangka Pemikiran	58
2.4 Hipotesis	61

BAB III GAMBARAN UMUM KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

3.1 Kebijakan Deviden	63
3.2 Kontroversi Seputar Kebijakan Deviden	64
3.3 Jenis Kebijakan Deviden	70
3.4 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden	71
3.5 Prosedur Pembayaran Deviden	75
3.6 Eksistensi Pasar Modal Di Indonesia	76
3.7 Pasar Saham	78

BAB IV ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Statistik Deskriptif	83
4.2 Uji Asumsi Klasik	84
4.3 Hasil Regresi Berganda	89
4.4 Pembahasan Hasil Penelitian	90
4.5 Pengaruh Secara Parsial	91

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan	97
5.2 Kelemahan dan Saran	98

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 : Sebaran Jumlah Populasi/Sampel	10
Tabel 3.1 : Perubahan Tarif Pajak Menurut Undang-Undang Perpajakan Tahun 1994	62
Tabel 3.2 : Perkembangan Indeks Harga Beberapa Bursa Regional	73
Tabel 3.3 : Perkembangan Indeks Harga Saham Sektoral	74
Tabel 4.1 : Deskripsi Data Perusahaan Manufaktur (Go Public di BEI).....	77
Tabel 4.2 : Hasil Uji Multikolinearitas	79
Tabel 4.3 : Hasil Uji Autokorelasi	81
Tabel 4.4 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	83
Tabel 4.5 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	84
Tabel 4.6 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	85
Tabel 4.7 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	86
Tabel 4.8 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	86
Tabel 4.9 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	87
Tabel 4.10 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	88
Tabel 4.11 : Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode Enter	88
Table 4.12 : Rangkuman Hasil Analisis	89

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1.1 Design Pengujian Variabel	25
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Penelitian	56
Gambar 3.1 Inflows Pada SUN SBI Saham	72
Gambar 3.2 Votalitas Bursa Asia	72
Gambar 3.3 Pasar Saham : Nilai Transaksi Dan IHSG	74
Gambar 3.4 Market Efficiency Coeficient	75
Gambar 3.5 Pasar Saham : Nilai Kapitalisasi dan Nilai Emisi	76
Gambar 4.1 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....	80
Gambar 4.2 Uji Normalitas.....	82

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sampai saat ini pasar modal Indonesia secara keseluruhan menunjukkan perkembangan yang meningkat pesat dilihat dari volume, nilai dan frekuensi perdagangan. Dari sisi emiten, sebagai salah satu alternatif sumber dana pasar modal merupakan lembaga yang tepat, relatif murah, dan berpotensi. Dengan adanya biaya modal yang murah dan tidak dibatasi jatuh tempo modalnya, maka konsentrasi manajemen akan menjadi lebih baik. Dari sisi investor, masih banyak investor potensial yang tidak mau beralih ke investasi surat berharga seperti saham. Hal ini dipengaruhi oleh beberapa faktor sebagai berikut. Pertama, para penabung pada umumnya tidak mempunyai cukup pengetahuan tentang pasar modal. Kedua, para penabung menginginkan adanya kemudahan pemasukan dan penarikan uangnya dengan cepat. Ketiga, belum adanya kepastian penghasilan dan investasi surat berharga. Penghasilan surat berharga saham ditentukan oleh dua hal yaitu *capital gain* dan dividen. Perubahan harga saham dari waktu ke waktu dan jumlah penghasilan saham tidak bisa diperkirakan di muka dan juga seringkali investor tidak memperoleh hasil selama jangka waktu tertentu. Kondisi semacam ini tidak memberikan rasa aman bagi penabung yang belum mengenal konsep *high risk return*. Keempat, tingginya tingkat bunga bank, jauh lebih menarik dari pada dividen dan *capital gain*. Walaupun demikian,

pasar modal (bursa efek) merupakan jembatan untuk distribusi kesejahteraan (*wealth distribution*) ke masyarakat (Machfoedz dan Na'im, 1996).

Walaupun ada indikasi di Bursa Efek Indonesia bahwa setelah swastanisasi, investor lebih berorientasi pada *capital gain*, namun informasi mengenai dividen tetaplah diperlukan. Hal tersebut disebabkan salah satu faktor yang mempengaruhi harga saham adalah harapan investor terhadap tingkat pendapatan dan dividen yang akan datang.

Dalam keputusan pembagian dividen, perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya. Laba yang diperoleh sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya karena sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali (sebagian ditahan dalam laba yang ditahan). Sehubungan dengan kebijakan dividen terlihat adanya dua pihak yang berkepentingan yang saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya dan kepentingan perusahaan dengan laba yang ditahannya, disamping itu ada juga kepentingan pemegang obligasi yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibagikan. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakekatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan seberapa banyak yang ditahan sebagai laba yang ditahan. Perbandingan antara dividen dengan keuntungan merupakan rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) (Jogiyanto, 2000 : 252).

Dividen payout ratio adalah rasio yang sering digunakan dalam hubungannya dengan kebijakan dividen yang merupakan proporsi laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk tunai selama tahun tertentu (Jogiyanto, 2000 : 252).

Helfert (1997 : 92), dewan direktur cenderung memilih membayar dividen persaham yang cukup stabil, yang penyesuaiannya dilakukan secara bertahap, rasio pembayaran perusahaan mungkin sangat berfluktuasi dalam jangka pendek sebagai tanggapan terhadap peningkatan dalam kinerja laba. Akan tetapi, selama periode beberapa tahun, rasio pembayaran ini seringkali dapat digunakan untuk menunjukkan kecenderungan direksi untuk menginvestasikan kembali dana dalam perusahaan dibandingkan membayarkan laba kepada pemegang saham.

Helfert (1997 : 92), tidak ada standar yang pasti untuk rasio ini tetapi hubungan ini penting dalam melihat karakteristik perusahaan. Suatu perusahaan yang tumbuh cepat cenderung membayar proporsi laba yang relatif rendah karena mereka memilih menginvestasikan kembali laba untuk mendukung pertumbuhan yang menguntungkan, sedangkan pada perusahaan yang stabil atau pertumbuhannya sedang-sedang saja cenderung membayar proporsi yang lebih besar. Bahkan beberapa perusahaan tidak memberikan dividen tunai sama sekali atau memberikan dividen saham.

Efendri (1993) dalam tesisnya yang menggunakan daftar pertanyaan untuk mengetahui persepsi para manajer perusahaan-perusahaan yang *go public* di BEI tentang faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan

pembagian dividen kas. Penelitian ini ingin melihat kembali apakah hasil persepsi manajemen yang diungkapkan Efendri (1993) sesuai dengan data aktual yang ada, khususnya pada perusahaan-perusahaan manufaktur.

Miller dan Modigliani (1961) mengembangkan ketidak relevan dividen dalam pasar modal yang sempurna, beberapa teori bermunculan dalam literature yang menjelaskan pembayaran dividen dan berbagai variasi dalam kebijakan pembayaran dividen dengan memfokuskan pada ketidak sempurnaan pasar. Penelitian ini memfokuskan pada ketidak sempurnaan pasar. Penelitian ini memfokuskan pada lima pertimbangan manajemen atas yaitu Pembiayaan perusahaan, teori dividen sisa, risiko penurunan dividen. dan para dividen dalam mengurangi masalah keagenan dan peran dividen dalam menandakan sesuatu.

Bhattacharya (1979) telah mengembangkan *dividen signaling theory*. Model yang dikembangkan digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberi isyarat walaupun menanggung kerugian saat melaksanakannya.

Dalam penelitian ini penulis hanya memfokuskan pada dividen kas. Dividen bukan kas tidak diikutkan dalam penelitian ini karena banyak akuntan yang berpendapat bahwa dividen bukan kas bukanlah pendapatan bagi pemegang saham dengan alasan yang berbeda-beda. Hendriksen (1977 : 516) mengatakan perusahaan merupakan suatu entitas yang terpisah, maka tidak ada pendapatan bagi pemegang saham jika tidak terjadi pengurangan aktiva perusahaan.

1.2 Identifikasi Masalah

Dalam keputusan pembagian dividen, perusahaan harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaannya. Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakekatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan seberapa banyak yang ditahan sebagai laba yang ditahan. Oleh karena itu perlu diidentifikasi faktor-faktor yang mungkin mempengaruhi pembayaran dividen. Faktor-faktor itu antara lain :

1. Biaya peningkatan pendanaan diproksikan dengan *Delta Current Liabilitas*. Jika perusahaan dihadapkan dengan masalah suatu biaya yang tinggi untuk meningkatkan pendanaan (jangka pendek) maka akan menurunkan pembagian dividen kas dibandingkan dengan periode sebelumnya.
2. Tingkat pengembalian investasi (ROI) diproksikan dengan membagi laba setelah pajak dengan total aktiva. *Proxy* ini dibuat berdasarkan *questionnaires* yang menyatakan bahwa suatu tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menimbulkan keinginan untuk menahan laba perusahaan, maka akan menurunkan pembagian dividen kas dibandingkan dengan periode sebelumnya
3. *Expected Capital Expenditures* diproksikan dengan rata-rata pertumbuhan aktiva tetap. Suatu tingkat ekspansi aktiva yang tinggi akan mengurangi pembagian dividen kas karena untuk menghemat dana
4. Variabel *Average Growth Dividend* mengukur stabilitas dividen

5. Dividen dapat menyampaikan informasi mengenai tingkat laba saat ini atau masa depan. Perubahan dividen menandakan perubahan prospek perusahaan, tetapi sangat lemah untuk memprediksi laba. Dividen juga menandakan tidak adanya risiko dalam *cash flow* perusahaan
6. Hubungan antara *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan Beta adalah positif. Variabel Beta adalah risiko sistematis perusahaan. Beta menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap tingkat keuntungan indeks pasar.

1.3 Rumusan Masalah

Masalah penelitian ini adalah :

1. Apakah pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan, dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends*) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR).
2. Apakah pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan, dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends*) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR).

1.4 Maksud Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang dan identifikasi masalah di atas, maka maksud dilakukannya penelitian ini adalah untuk menyusun dan menguji teori tentang pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan, teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends*) terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR). Selanjutnya hasil penelitian ini dimaksudkan agar dapat dijadikan masukan dan acuan perumusan kebijakan perbankan yang berkaitan dengan tema penelitian ini.

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji ulang kebijakan dividen yang dikeluarkan dengan pengujian serentak atas teori-teori alternatif pembayaran dividen. Pengujian serentak dapat menangkap dampak bersama atas dimensi-dimensi yang berbeda dalam mempengaruhi pembayaran dividen. Pengambilan keputusan yang tepat dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Secara operasional, tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris :

1. Pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan yaitu teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of*

dividends) secara parsial terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR).

2. Pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan yaitu teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends) secara simultan* terhadap besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR)

1.6 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan berguna baik secara praktis dan teoritis.

Adapun secara rinci kegunaan penelitian ini antara lain :

1. Secara praktis, dapat berguna untuk memberikan informasi kepada calon investor, investor maupun perusahaan mengenai harapan investor atas dividen kas yang dibagikan untuk pengambilan keputusan membeli atau menjual suatu saham. Selanjutnya bagi emiten (perusahaan yang menerbitkan saham atau obligasi) hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan dividen agar nilai perusahaan dapat maksimum.
2. Secara teoritis akademis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan tentang perilaku pasar modal khususnya mengenai kebijakan dividen.

1.7 Metode Penelitian

1.7.1 Desain Penelitian

Penelitian menurut tujuannya digolongkan ke dalam tiga jenis, yaitu penelitian penjajagan (*explorative*), penelitian penjelasan (*explanatory*), dan penelitian deskriptif. Dengan melihat ketiga jenis penelitian tersebut, maka penelitian ini termasuk dalam penelitian *explanatory*. Penelitian *explanatory* dimaksudkan untuk menguji hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesa yang telah dirumuskan. Penelitian dilakukan dengan menerapkan rancangan *korelasional*.

Alasan menggunakan penelitian ini adalah karena data yang dianalisis adalah data mengenai aktivitas perusahaan yang telah dilakukan atau telah berlangsung, dengan tujuan hendak menemukan hubungan korelasional antara variabel bebas dengan variabel terikat yang pengukurannya dalam bentuk yang bersamaan.

1.7.2 Unit Analisis dan Sampel

Populasi adalah merupakan jumlah unsur-unsur dimana suatu kesimpulan akan dibuat (Cooper dan Emory, 1995:214). Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai akhir periode *fiscal* tanggal 31 Desember 2006.

Adapun yang dimaksud dengan sampel (Cooper dan Emory, 1995 : 214) merupakan bagian dan populasi yang dipilih secara tepat

untuk mewakili populasi. Dalam penelitian ini agar tidak terjadi *industry effect* (pengaruh perusahaan), peneliti menetapkan *sampling frame* (batasan sampel yang diteliti) yang digunakan hanya meliputi perusahaan-perusahaan yang tergolong dalam industri manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 2006. Pemilihan jenis industri manufaktur sebagai sampel karena industri tersebut paling banyak *listing* Bursa Efek Jakarta.

Dan *sampling frame*, selanjutnya peneliti melakukan pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu teknik sampling yang digunakan jika mempunyai pertimbangan-pertimbangan tertentu di dalam pengambilan sampel. Adapun kriteria-kriteria yang dibutuhkan dalam pemilihan sample penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur, yang telah terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan tahun 2004 sampai 2006.
2. Perusahaan memiliki data laporan keuangan yang lengkap.
3. Perusahaan yang memiliki saham yang aktif diperdagangkan dengan kriteria SE Bapepam bahwa saham yang aktif diperdagangkan adalah diatas 300 kali.

Berdasarkan kriteria-kriteria di atas, maka perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini sebanyak 56 perusahaan.

Tabel 1.1: Sebaran Jumlah Populasi/Sampel

Populasi / Sampel	Jumlah Perusahaan
BEJ	293 buah
Manufaktur	141 buah
Sampel	56 buah

Sumber: Olahan penulis

1.7.3 Teknik Pengumpulan Data

Data merupakan keterangan yang dapat memberikan gambaran tentang suatu keadaan. Dilihat dari jenisnya, data terdiri dari data primer dan data sekunder. Data primer adalah data yang dikumpulkan khusus untuk suatu riset tertentu yang sedang dilaksanakan dan diperoleh dari sumber primer ataupun diambil melalui pengambilan sampel dalam bentuk : kuesioner yang disebarakan kepada responden (Zikmund, 2003 : 175). Sedangkan data sekunder adalah data yang sudah dipublikasikan untuk konsumen umum ataupun yang belum dipublikasikan yang diperoleh dari pihak ketiga (Zikmund, 2003 136). Data sekunder dijadikan sebagai pendukung data primer yang diambil dari penelitian-penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya, jurnal ilmiah, serta literatur yang dipublikasikan secara lepas, baik berupa buku referensi, artikel dan majalah, maupun situs-situs internet yang relevan, serta melalui proses seleksi menurut kualitas dan kesesuaiannya dengan penelitian ini.

Dalam penelitian ini jenis data yang digunakan adalah data dokumenter, yaitu jenis data yang dapat berupa faktur, jurnal, surat-

surat, notulen rapat, memo atau dalam bentuk laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (Indrianto dan Supomo, 1999). Berdasarkan cara memperolehnya, maka data yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder (data yang diperoleh secara tidak langsung, yaitu melalui perantara). Data sekunder umumnya berupa data dokumenter yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan (Indrianto dan Supomo, 1999).

Dalam penelitian ini data sekunder yang dimaksud adalah data sekunder eksternal, yaitu data yang disusun oleh suatu entitas selain peneliti dan organisasi yang bersangkutan. Data tersebut diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* yang disusun oleh *Institute for Economic and Financial Research*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan emiten industri manufaktur yang *go-public* di Bursa Efek Jakarta untuk jangka waktu tahun 2004 - 2006. Laporan diperoleh dan laporan bulanan *Jakarta Stock Exchange*, laporan tahunan *Jakarta Stock Exchange*, *Indonesian Capital Market Directory*

1.7.4 Teknik Pengolahan Data

Penelitian ini dilakukan untuk mencari pengaruh pertimbangan manajemen atas pendanaan perusahaan, teori dividen sisa (*the residual theory of dividends*), risiko penurunan dividen, dan peran dividen dalam menandakan sesuatu (*the signaling role of dividends dividends*) baik secara parsial maupun simultan terhadap besarnya

Dividend Payout Ratio (DPR). Data yang telah diperoleh kemudian diolah untuk mendapatkan data *dividend payout*, *delta current liabilities*, *ROI*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, *cash flow variability*, dan *Beta*. Selanjutnya diolah dengan menggunakan program SPSS For Window versi 1.5 Tahun 2006.

1.7.5 Definisi, Operasional dan Pengukuran Variabel

Jenis-jenis variabel yang digunakan beserta pengukurannya adalah sebagai berikut:

1.7.5.1 *Dividend Payout*

Dividend payout diukur sebagai dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Lintner (Jogiyanto, 2000 : 252) memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan menurunkan dividen. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar dividen lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh menurun. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba yang menurun adalah tinggi. Dari hasil pemikiran ini, maka dapat disimpulkan adanya hubungan negatif antara risiko dan *dividend payout*, yaitu ketika risiko perusahaan tinggi maka

dividend payout akan rendah. Karena beta merupakan pengukur risiko, maka dapat juga dinyatakan bahwa beta dan *dividend payout* mempunyai hubungan positif.

1.7.5.2 *Delta Current Liabilities*

Delta Current Liabilities diukur dengan selisih hutang lancar tahun sebelumnya dengan tahun sesudahnya yang dinyatakan dalam persentase, merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas pembiayaan perusahaan (Efendri, 1993).

1.7.5.3 *Expected Capital Expenditures*

Expected Capital Expenditures, merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas *the residual theory of dividend*. Variabel ini merupakan rata-rata pertumbuhan aktiva tetap yang dinyatakan dalam persentase (Kasim L, Ali, A Qayyum Khan, dan Gabriel G. Ramirez, 1993).

1.7.5.4 *Average Growth in Dividends*

Average Growth in Dividends merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas risiko penurunan dividen berdasarkan rata-rata pertumbuhan dividen (Efendri, 1993). Variabel ini merupakan rata-rata turun naiknya *dividend payout ratio* yang dinyatakan dalam persentase.

1.7.5.5 *Cash flow variability*

Cash flow variability merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas *the signaling role of dividends* berdasarkan variabilitas arus kas. Variabel ini standar deviasi dan saldo kas selama tahun 2004 sampai tahun 2006.

1.7.5.6 *Return on Investment (ROI)*

Return on Investment adalah hubungan laba tahunan setelah pajak terhadap total aktiva (saldo rata-rata atau akhir), yang digunakan sebagai ukuran produktivitas aktiva perusahaan. Semakin produktif aktiva perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka akan semakin tinggi pula harga saham perusahaan tersebut. Dengan demikian dihipotesiskan hubungan antara *return on investment* dengan harga saham adalah positif.

1.7.5.7 *Beta*

Dalam penelitian ini beta saham dihitung dengan menggunakan *Single Index Model*. Rumusan sebagai berikut :

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Keterangan :

R_{it} = *Return* saham perusahaan ke-I pada periode ke-t,

α_i = *intersep* dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke-I,

β_i = beta untuk masing-masing perusahaan ke-I,

R_{mt} = *return* indeks pasar pada periode ke-t, dan

ϵ_{it} = kesalahan residu untuk persamaan regresi tiap-tiap perusahaan ke-I periode ke-t.

Tingkat keuntungan pasar (R_{mt}) dihitung dengan menggunakan data indeks harga saham gabungan (IHSG).

Rumusnya adalah sebagai berikut:

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-i}) / IHSG_{t-i}$$

Keterangan :

$IHSG_t$ = indeks harga saham gabungan periode ke t, dan

$IHSG_{t-i}$ = harga saham gabungan periode ke t-i.

Sedangkan tingkat keuntungan saham I (R_{it}) ditentukan dengan menggunakan perubahan harga saham yang terjadi.

Rumusan adalah sebagai berikut :

$$R_t = (P_t - P_{t-i}) / P_{t-i}$$

Keterangan:

R_t = *return* saham pada periode ke t,

P_t = harga saham pada periode ke-t,

P_{t-i} = harga saham pada periode ke-t-i.

Sedangkan definisi operasional masing-masing variable adalah sebagai berikut :

1. *Dividend Payout*

Husnan (1993 : 95) mendefinisikan *dividend payout* yaitu perbandingan antara dividen per lembar saham dengan laba per lembar saham. Proses pengukurannya yaitu dengan mencari rasio *dividend payout* yang terdapat di ICMD, sedangkan satuan ukurannya adalah persentase.

2. *Delta Current Liabilities*

Diukur dengan selisih hutang lancar tahun sebelumnya dengan tahun sesudahnya yang dinyatakan dalam persentase, merupakan variable untuk menguji pertimbangan manajemen atas Pembiayaan perusahaan (Efendri, 1993).

3. *ROI*

Return On Investment, merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas *the residual theory of dividend*. Variabel ini dinilai dengan membagi *profit after tax* dengan *total assets* yang dinyatakan dalam persentase (Efendri, 1993).

4. *Expected Capital Expenditures*

Expected Capital Expenditures, merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas *the residual theory of dividend*. Variabel ini pertumbuhan aktiva tetap yang dinyatakan dalam persentase (Ali *et al*, 1993).

5. *Average Growth in Dividends*

Average Growth in Dividends merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas risiko penurunan dividen berdasarkan rata-rata pertumbuhan dividen (Efendri, 1993). Variabel ini merupakan rata-rata turunan naiknya *dividend payout ratio* yang dinyatakan dalam persentase.

6. *Cash Flow Variability*

Cash flow variability merupakan variabel untuk menguji pertimbangan manajemen atas *the signaling role of dividends* berdasarkan variabilitas arus kas. Variabel ini merupakan standar deviasi dan saldo kas selama tahun 2004 sampai tahun 2006.

7. *Beta*

Beta menunjukkan kepekaan tingkat keuntungan suatu saham terhadap tingkat keuntungan indeks pasar, Husnan (1993 : 85). Proses pengukurannya adalah dengan menghitung masing-masing *return* perusahaan diregresikan dengan *return* pasar, sedangkan satuannya adalah proporsi.

1.7.6 Teknik Analisis Data

Perumusan model tersebut adalah sebagai berikut :

$$Y_i = b_0 + b_1\text{BETA}_i + b_2\text{ROI}_i + b_3\text{DCL}_i + b_4\text{ECE}_i + b_5\text{AGD}_i + b_6\text{CFV}_i + \epsilon$$

Keterangan:

Y_i = *Dividend Payout*

BETA = *Beta*,

ROI = *Return on Investment*,

DCL = *Delta Current Liabilities*,

ECE = *Expected Capital Expenditures*,

AGD = *Average Growth in Dividends*,

CFV = *Cash flow Variability*,

b_0 = konstanta,

b_1 sampai b_7 = koefisien regresi, dan

ϵ = *error term*

I = 1,2,3.....n

Analisis data dapat dilakukan dengan bantuan SPSS sebagai alat untuk meregresikan model yang telah dirumuskan. Untuk mengetahui keberartian hubungan antara variabel independent dengan variabel dependen perlu dilakukan pengujian hipotesis, baik simultan maupun secara parsials. Pengujian hipotesis dapat dilakukan setelah model regresi bebas dari gejala-gejala asumsi klasik agar supaya hasil perhitungan dapat diinterprestasikan dengan akurat, efisien dan bebas dari kelemahan-kelemahan yang terjadi karena adanya gejala-gejala tersebut.

Untuk menganalisis permasalahan yang diketengahkan pada umumnya dianalisis melalui pendekatan-pendekatan Deskriptif

Analitis dan Naratif. Namun, untuk menguji fenomena kuantitatif digunakan permodelan-pemodelan prediksi sebagai berikut :

(1) Regresi dan Korelasi Linier Berganda

$$\hat{Y} = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + e$$

Ket : b_1 sampai b_6 dan a dapat diselesaikan melalui pendekatan berikut:

$$a = \bar{y} - b_1 \bar{x}_1 - b_2 \bar{x}_2,$$

(2) Korelasi Linear berganda dapat dituliskan sebagai berikut :

$$R^2 = \frac{b_1 \sum X_1y + b_2 \sum X_2Y + \dots + b_n \sum X_ny}{\sum y^2}$$

(3) Pendugaan dan Pengujian Models :

Kesalahan Baku (Se), adalah:

$$Se = \frac{\sqrt{\sum y^2 - [b_1(\sum X_1y) + b_2(\sum X_2y) \dots + b_n \sum X_ny]}}{n - m}$$

Ket: Se = Kesalahan Baku Regresi berganda

n = Jumlah Observasi

m = Jumlah Konstanta dalam Persamaan Regresi Berganda Untuk koefisien regresi berganda b_1 dan b_2 kesalahan bakunya dapat diselesaikan sebagi berikut:

$$Sb_1 = \frac{Se}{\sqrt{(\sum X_1^2 - n\bar{X}_1^2)(1 - r^2y_1)}}$$

$$Sb_2 = \frac{Se}{\sqrt{(\sum X_2^2 - n\bar{X}_2^2)(1 - r^2y_2)}}$$

(4) Pengujian Hipotesis Regresi Berganda

Dalam upaya melakukan pengujian signifikansi Models yang terbentuk dapat diamati melalui uji – F adalah sebagai berikut :

$$F_0 = \frac{R^2/2}{(1 - R^2)/(n - 3)}$$

Ket : R^2 = Koefisien Determinasi Berganda

$$\text{atau } R^2 = \frac{b_1 \sum x_1 y + b_2 \sum x_2 y}{\sum y^2}$$

n = Jumlah sampel

Rumusan : Apabila $F_0 > F_{\text{Tabel}}$ untuk $\alpha = 0,05$ maka H_0 ditolak dan sebaliknya.

(5) Regresi dan Korelasi Parsial

$$\hat{Y} = a + bx + e$$

Ket: Hal yang sama penduga a dan b dapat diselesaikan melalui

Metode OLS sebagai berikut:

$$b = \frac{\sum \bar{X}\bar{Y} - n\bar{X}\bar{Y}}{\sum \bar{X}^2 - n\bar{X}^2}$$

$$a = \bar{Y} - b\bar{X}$$

(6) Pendugaan dan Pengujian Koefisien Regresi Parsial

Kesalahan baku (Se), dapat diselesaikan sebagai berikut:

$$\text{a. } Se = \frac{\sqrt{\sum y^2 - a \sum y - b \sum xy}}{n - 2}$$

b. Kemudian untuk mencari koefisien Regresi (Penduga –a)

Kesalahan bakunya dapat diselesaikan sebagai berikut :

$$S_a = \frac{\sqrt{\sum y^2 - (Se)}}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

c. Sedangkan Untuk Koefisien Regresi (Penduga – b), kesalahan bakunya adalah:

$$S_b = \sqrt{\frac{Se}{\sum X^2 - (\sum X^2/n)}}$$

(7) Korelasi Linier (Parsial)

Dalam upaya mengukur parameter hubungan antar variable dan sah atau tidaknya hubungan variabel dapat diselesaikan sebagai berikut:

$$P_{xy} = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2) (n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

(8) Pengujian Hipotesis Regresi Parsial:

Dalam upaya melakukan pengujian signifikansi models regresi parsial yang yang terbentuk dapat dilakukan melalui uji *t_o*, sebagai berikut :

a. Untuk Parameter A

$$t_o = \frac{a - A_o}{S_a}$$

b. Untuk Parameter B

$$t_o = \frac{b - B_o}{S_b}$$

Rumusan:

Apabila $t_o > t_{tabel}$, untuk $\alpha = 0,05$ maka H_o ditolak, bila $t_o \leq t_{tabel}$ maka H_o diterima.

(9) Pengujian Model Prediksi

Model-model prediksi tersebut di atas akan diuji agar menghasilkan “BLUE” (*Best Linier Unbiased Estimator*) melalui pengujian parameter BLUE berikut :

a. Uji Heteroskedasitas

Digunakan untuk menguji apakah semua variabel bebas mempunyai varians kesalahan pengganggu yang sama dalam model regresi. Pendeteksian gejala tersebut adalah dengan melihat pola tertentu pada grafik, dimana sumbu Y adalah residual (Y prediksi - Y sesungguhnya), sedangkan sumbu X adalah prediksi.

Jika pada grafik terdapat titik-titik yang membentuk suatu pola tertentu dan teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka telah terjadi *heterokedastisitas*. Sebaliknya jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi *heterokedastisitas*.

b. Uji Autokorelasi

1. Melalui parameter Grafik, gambaran plot Residual atau devisiurut waktu adalah apabila beberapa urutan waktu residunya positif dan beberapa urutan waktu yang lain residunya negatif, maka models yang terbentuk Autokorelasi

$$2. \text{ Melalui Uji Durbin Watson } DW = \frac{\sum(1_n - 1_{n-1})}{\sum 1_n^2}$$

Pengujiannya adalah : < 1,10 ada Autokorelasi dalam Model

1,10 — 1,54 tidak ada Autokorelasi dalam Model

1,55 — 2,46 tidak ada Autokorelasi dalam Model

2,46 — 2,90 tidak ada kesimpulan.

> 2,91 ada Autokorelasi dalam Model

c. Uji Multikolinearitas

Menganalisis Koefisien korelasi antara dua variabel bebas memiliki koefisien korelasi yang relatif rendah atau < 40 %, maka pada model yang terbentuk tidak terjadi masalah Multikolinearitas. Hal itu, dapat teridentifikasi melalui penduga berikut :

$$\frac{n \sum x_1 x_2 - \sum x_1 x_2}{\langle n \sum X_1^2 - (\sum X_1^2) | n \sum X_2^2 - (\sum x_2^2) \rangle}$$

$$R^2 = 1 - \frac{RSS}{TSS} > 80\% \text{ dimana } t_{.h} \text{ yang dihasilkan } < t_{\text{tabel}} \alpha =$$

0,05 Berarti pada model mengandung Multikolinearitas.

Apabila terjadi kendala multikolinearitas maka diharapkan korelasional antara variabel bebas kurang dari 80 % untuk batas maksimum dan kurang dari 40 % untuk batas akurasi yang lebih baik, dengan alpha kurang dari 10 % (Knutner dan Michael, 2005)

d. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah distribusi frekuensi (penyebaran data) yang ada mendekati bentuk distribusi normal. Model yang baik adalah model yang dibentuk oleh variabel yang mempunyai atau mendekati distribusi data normal.

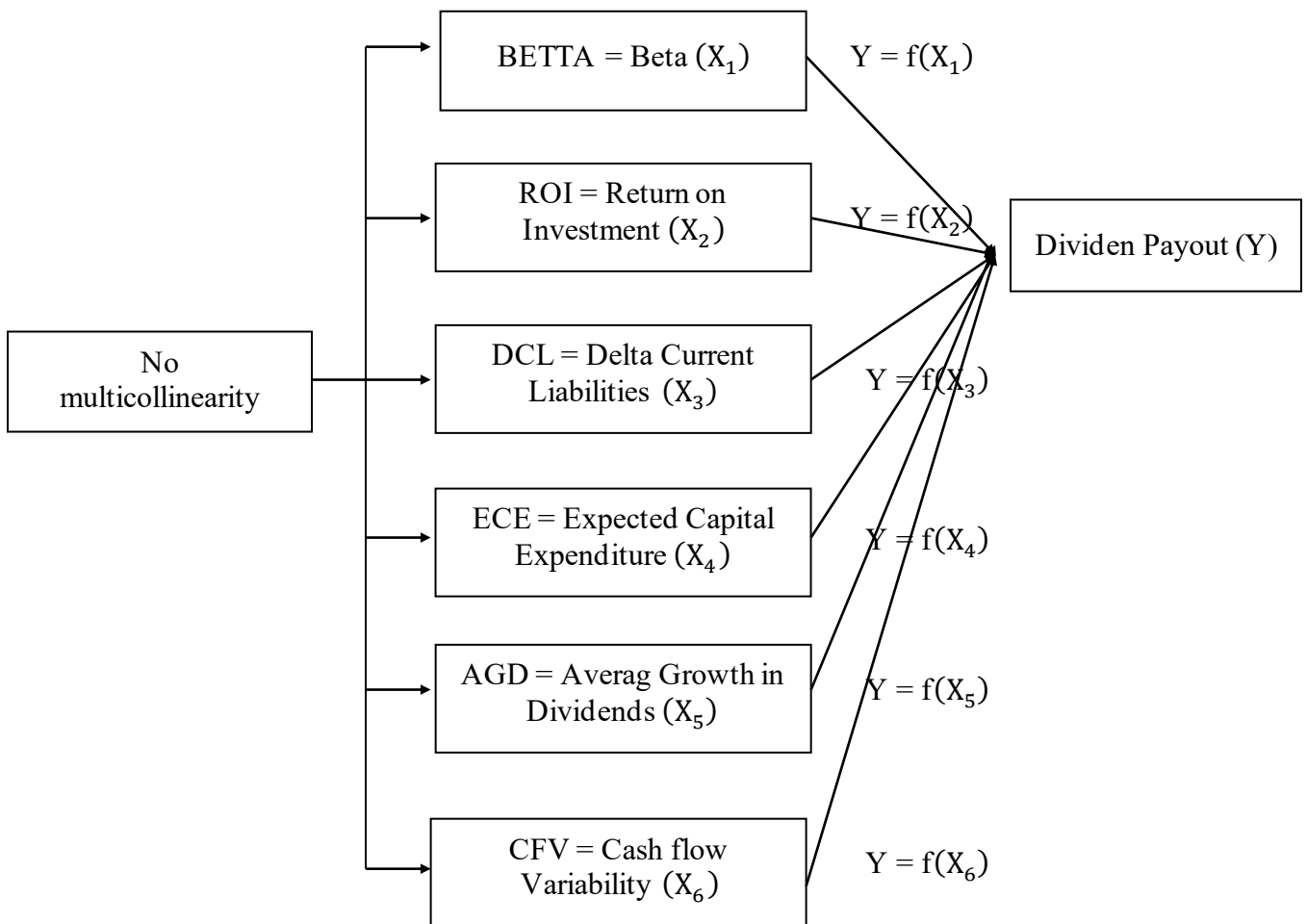
Deteksi normalitas dilakukan dengan melihat penyebaran data pada sumbu diagonal dan grafik. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar dan garis diagonal tidak mengikuti arah garis diagonal, maka regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

e. Uji Linearitas

Analisis regresi linear berganda juga harus memenuhi asumsi linearitas garis regresi. Asumsi linearitas diuji dengan membuat diagram *scatterplot* antara *Regression Standardized Residual* dengan *Regression Standardized Predicted Value*. Diharapkan plot yang terbentuk antara nilai *Regression Standardized Residual* dengan *Regression Standardized Predicted Value* adalah acak atau tidak menyamai suatu pola tertentu.

1.7.7 Desain Bagan Pengujian dan Asumsinya

Desain bagan pengujian penelitian terbentuk dengan asumsi, yaitu : tidak terjadi gejala multikolinearitas di antara variabel-variabel bebas (X_1 sampai X_6). Desain Bagan Pengujian Variabel dapat dilihat pada Gambar 1.1. sbb.:



1.8 Sistematika Penulisan

Penulisan tesis ini terdiri dari 5 bab dengan uraian sebagai berikut :

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini akan diuraikan tentang latar belakang permasalahan, identifikasi masalah, maksud penelitian, tujuan penelitian,

kegunaan penelitian, metodologi penelitian yang terdiri dari desain penelitian, populasi dan sampel, teknik pengumpulan dan pengolahan data, definisi operasional dan pengukuran variabel, teknik analisis data, desain bagan penelitian dan asumsinya, serta sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

Dalam bab ini berisi deskripsi teori dan pengertian tentang variabel-variabel penelitian, kerangka pemikiran, dan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Pada bab ini menjelaskan hal-hal yang berhubungan dengan obyek penelitian yaitu pembagian dividen.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN INTERPRETASI

Dalam bab ini penulis akan menganalisis data yang tersedia sebagai penjelasan hasil penelitian kemudian melakukan pembahasan temuan penelitian.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi kesimpulan mengenai hasil temuan penelitian yang diperoleh dari uji hipotesa, kesimpulan penelitian yang dilakukan dan saran

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Investasi Saham

Saham (*Stock*) merupakan surat berharga yang menunjukkan kepemilikan seorang investor didalam suatu perusahaan. Artinya, jika seseorang investor membeli saham suatu perusahaan, berarti dia telah menyertakan modal ke dalam perusahaan tersebut sebanyak jumlah saham yang dibeli. Saham merupakan surat berharga yang dikeluarkan oleh sebuah perusahaan dalam rangka menambah modal disetor perusahaan tersebut. Jika sebuah perusahaan menjual sebagian sahamnya kepada masyarakat luas atau publik maka perusahaan tersebut dikatakan *GO PUBLIC* atau telah menjadi perusahaan publik, dalam arti kepemilikan atas perusahaan tersebut tidak hanya dimiliki sekelompok orang (atau orang-orang yang mendirikan perusahaan tersebut), namun kepemilikannya telah menyebar ke banyak pihak.

2.1.1.1 Perdagangan Saham di Indonesia

Perdagangan saham sebenarnya merupakan perdagangan biasa sebagaimana jual-beli barang di pasar pada umumnya. Ada pembeli, penjual, tawar-menawar, penyerahan barang dan uang. Hanya saja bedanya bahwa di dalam

perdagangan saham ini seseorang yang ingin membeli atau menjual saham di bursa efek tidak dapat secara langsung mengadakan transaksi jual beli tersebut. Untuk melakukan jual beli tersebut investor harus melalui perusahaan efek (broker atau pialang) yang juga anggota bursa yang selanjutnya akan bertindak sebagai pembeli dan penjual.

Kegiatan transaksi tersebut dilakukan di bursa efek, yaitu sebuah pasar yang terorganisir tempat para pialang (broker) melakukan transaksi jual beli surat berharga dengan berbagai perangkat aturan yang ditetapkan bursa efek.

Kegiatan transaksi perdagangan dilantai bursa dilakukan oleh perusahaan efek melalui orang yang ditunjuk sebagai wakil perantara perdagangan efek (WPPE). Saat ini di Indonesia ada dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya.

Praktek perdagangan saham di Indonesia saat ini mengalami tahap perkembangan yang sangat pesat. Hal ini untuk mengejar keterhelakangan dengan pasar modal dunia khususnya di negara-negara maju. Sebelum tahun 2002 praktek perdagangan saham di Indonesia masih sederhana dalam artian, bahwa surat saham akan melekat pada diri pemiliknya. Hal ini mengandung risiko waktu yang dibutuhkan untuk penyelesaian transaksi akan lebih lama, jadi menunjukkan

inefisiensi. Disamping itu, risiko kemungkinan terjadinya hilang atau rusak sangat tinggi. Dipasar modal negara lain, misalnya : Canada, Jerman, Inggris, praktek yang lazim terjadi adalah saham yang diperdagangkan tidak disertai penyerahan fisik. Dalam hal ini sertifikat saham berada di Custodian. Praktek yang lebih canggih lagi terjadi di Perancis sama sekali meniadakan secara fisik. Praktek semacam ini sekarang sudah dilakukan di Indonesia (*surcripless trading*), yaitu sejak Juni 2002 sehingga fisik sudah tidak perlu lagi, tetapi akan disimpan di Kustodion Sentral Efek Indonesia (KSEI).

Menurut Tjiptono dan Hendy (2006 : 6), hingga saat ini, efek yang diterbitkan dan diperdagangkan di pasar modal Indonesia adalah:

1) saham (*stock*)

Saham (*stock* atau *share*) dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau pemiikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud selemba kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

2) saham preferen (*preferred stock*)

Merupakan saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi), tetapi juga bisa tidak mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Saham preferen diperdagangkan berdasarkan hasil yang ditawarkan kepada investor, maka secara praktis saham preferen dipandang sebagai surat berharga dengan pendapatan tetap dan karena itu akan bersaing dengan obligasi di pasar. Walau demikian, obligasi perusahaan menduduki tempat yang lebih senior dibanding dengan saham preferen.

3) obligasi (*bond*)

Obligasi (*bond*) adalah surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan memiliki kewajiban untuk membayar bunga secara berkala, dan kewajiban melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Pihak yang membeli obligasi (*bondholder*) akan mendapatkan keuntungan melalui pembayaran kupon yang umumnya lebih besar dari tingkat suku bunga bank dan suatu ketika dapat pula memperoleh

keuntungan lain, yaitu dengan menjual obligasi tersebut lebih tinggi dari harga belinya.

4) obligasi konversi (*convertible bond*)

Obligasi konversi (*convertible bond*) yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengonversikan atau menukar obligasi ke sejumlah saham pihak penerbit.

5) *right*

Right atau Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) merupakan surat berharga yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk menukarkannya (*exercise*) menjadi saham biasa. HMETD diberikan kepada para pemegang saham sehubungan dengan proses pengelaran saham baru atau yang dikenal dengan istilah *rights issue*.

6) waran (*warrant*)

Seperti halnya *right* adalah hak untuk membeli saham biasa pada waktu dan harga yang sudah ditentukan. Biasanya waran dijual bersamaan dengan surat berharga lainnya, misalnya obligasi dan saham. Waran diterbitkan dengan tujuan agar investor tertarik membeli obligasi atau saham yang diterbitkan emiten.

7) reksa dana (*mutual fund*)

Digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal yang mereka investasikan dalam bentuk portofolio efek oleh para pimpinan investasi.

8) kontrak berjangka indeks saham (*index futures*)

Kontrak berjangka (*futures*) adalah kontrak untuk membeli atau menjual suatu *underlying* (dapat berupa indeks, saham, obligasi, dan lain-lain) di masa mendatang. Kontrak indeks merupakan kontrak berjangka yang menggunakan *underlying* berupa indeks saham.

9) kontrak opsi saham (*single stock option*)

Seperti diketahui, secara umum terdapat dua instrumen utama derivatif (derivatif merupakan kontrak atau perjanjian yang nilai atau peluang keuntungannya terkait dengan kinerja aset lain), yaitu opsi (*option*) atau kontrak opsi saham dan kontrak berjangka (*futures*). Opsi (*option*) merupakan salah satu bentuk surat berharga derivatif (turunan). Opsi merupakan sebuah kontrak antara kedua pihak dimana pihak yang membeli kontrak (*taker*) mempunyai hak, namun bukan kewajiban, untuk membeli atau menjual sejumlah instrumen yang menjadi dasar dari kontrak tersebut, misalnya saham. Dengan demikian, opsi tersebut disebut sebagai opsi saham (*stock option*). Untuk

mendapatkan hak tersebut, maka pihak *taker* membayar sejumlah premi kepada penjual kontrak (*writer*).

Sebagai instrumen yang menunjukkan penyertaan modal seseorang kedalam suatu perusahaan, Tjiptono dan Hendy (2006 : 7) menjelaskan saham memiliki beberapa sifat antara lain;

1) klaim atas keuntungan perusahaan (*Claim on income*)

Pemegang saham memiliki hak atas keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan. Pembagian keuntungan tersebut dikenal dengan istilah Deviden. Deviden yang dibayarkan biasanya mengacu kepada laba perusahaan. Pembagian deviden harus mendapat persetujuan para pemegang saham dalam acara Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

2) hak atas harta perusahaan (*Claim on assets*)

Pemegang saham pada dasarnya adalah pemilik perusahaan, dengan demikian pemegang saham memiliki hak atas harta yang dimiliki perusahaan. Jika perusahaan tersebut bubar atau dilikuidasi, maka pemegang saham berhak atas sisa kekayaan perusahaan tersebut. Namun demikian kedudukan pemegang saham lebih rendah dibanding dengan kreditur dalam hal pembagian sisa kekayaan perusahaan.

3) hak suara dalam rapat umum pemegang saham (*Voting Right*)

Setiap pemegang saham mempunyai hak suara dalam RUPS. Setiap lembar saham memiliki satu hak suara (*one share one vote*) dalam sebuah voting didalam RUPS. Dengan demikian setiap pemegang saham dapat menyatakan suaranya (setuju atau tidak) atas sebuah agenda rapat dalam rapat pemegang saham. Tentu saja semakin banyak porsi saham yang dimiliki maka semakin besar pula pengaruhnya dalam penentuan keputusan suatu agenda rapat, misalnya agenda untuk menyetujui pembagian keuntungan perusahaan, penunjukan direktur baru, dan berbagai keputusan penting lainnya.

4) tanggung jawab terbatas (*limited liability*)

Para pemegang saham bertanggung jawab kepada pihak ketiga (kreditur) sebatas porsi kepemilikannya di perusahaan tersebut.

5) hak memiliki efek terlebih dahulu (*preemptive right*)

Pemegang saham lama memiliki hak terlebih dahulu atas saham baru yang akan dikeluarkan perusahaan. Kegiatan penawaran saham baru dimana pemegang saham lama diberikan hak memiliki terlebih dahulu dikenal dengan Penawaran Umum Terbatas atau (*Right Issue*).

Menurut Tjiptono dan Hendy (2006: 11), pada dasarnya ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham yaitu:

1) *dividen*

Dividen (*dividend*) adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan

2) *capital gain*

Merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder.

3) saham bonus (jika ada)

Saham bonus adalah saham yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham yang diambil dari agio saham. Agio saham adalah selisih antara harga jual terhadap harga nominal saham pada saat perusahaan melakukan penawaran umum di pasar perdana.

Lebih lanjut Tjiptono dan Hendy (2006: 13) menambahkan, kerugian saham bagi pemodal:

1) tidak mendapat deviden

Perusahaan akan membagikan deviden jika operasinya menghasilkan keuntungan. Oleh karena itu, perusahaan

tidak dapat membagikan deviden jika mengalami kerugian.

2) *capital loss*

Dalam aktivitas perdagangan sahan, investor tidak selalu mendapatkan *capital gain* atau keuntungan atas saham yang dijualnya. Ada kalanya investor harus menjual saham dengan harga jual lebih rendah dari harga beli. Dengan demikian, seorang investor mengalami *capital loss*.

3) perusahaan bangkrut atau dilikuidasi

Dalam kondisi seperti ini, maka pemegang saham akan menempati posisi lebih rendah dibandingkan kreditor atau pemegang obligasi ini berarti hasil penjualan aset terlebih dahulu dibagikan kepada para kreditor, dan jika masih terdapat sisa, baru dibagikan kepada para pemegang saham.

4) saham dikeluarkan dan bursa (*delisting*)

Saham perusahaan yang *di-delist* dari bursa umumnya dikarenakan kinerja yang buruk. Meskipun demikian saham tersebut tetap dapat diperdagangkan di luar bursa, tidak terdapat patokan harga yang jelas dan jika terjual biasanya dengan harga yang jauh lebih rendah dari harga sebelumnya.

5) saham dihentikan sementara (suspensi)

Hal ini dilakukan otoritas bursa jika suatu saham mengalami lonjakan harga yang luar biasa, suatu perusahaan dipailitkan oleh kreditornya, atau berbagai kondisi lain yang mengharuskan otoritas bursa menghentikan perdagangan saham tersebut untuk sementara sampai perusahaan bersangkutan memberikan kejelasan informasi lainnya, hingga informasi yang belum jelas tersebut tidak menjadi ajang spekulasi.

Berkaitan dengan kinerja perdagangan di pasar sekunder maka saham dapat dikategorikan atas:

- a) *blue chip stocks*, yaitu saham biasa dari suatu perusahaan yang mempunyai reputasi tinggi, sebagai pemimpin di industri sejenis, memiliki pendapatan yang stabil dan konsisten dalam membayar deviden.
- b) *income stocks*, yaitu saham dari suatu emiten yang mempunyai kemampuan membayar deviden lebih tinggi dari rata-rata deviden yang dibayarkan pada tahun sebelumnya. Emiten seperti ini biasanya mampu menciptakan pendapatan lebih tinggi dari e cara teratur membagikan deviden tunai.
- c) *growth stocks (well-known)*, yaitu saham-saham dari emiten yang memiliki pertumbuhan pendapatan yang

tinggi, sebagai pemimpin di industri sejenis yang mempunyai reputasi tinggi. Selain itu juga terdapat *Growth Stock (lesser—known)*, yaitu saham dan emiten yang tidak menjadi pemimpin dalam industri namun memiliki ciri *growth Stock*. Umumnya berasal dari daerah dan kurang populer dikalangan emiten.

- d) *speculative stocks*, yaitu saham suatu perusahaan yang tidak bisa secara konsisten memperoleh penghasilan dari tahun ke tahun, akan tetapi mempunyai kemungkinan memperoleh penghasilan yang tinggi dimasa mendatang, meskipun belum pasti.
- e) *counter cyclical stocks*, yaitu saham yang tidak terpengaruh oleh kondisi ekonomi makro maupun situasi bisnis secara umum. Pada saat resesi ekonomi, harga saham itu tetap tinggi, dimana emitennya mampu memberikan deviden yang tinggi sebagai akibat dari kemampuan emiten dalam memperoleh penghasilan pada masa resesi. Emiten seperti ini biasanya bergerak dalam produk yang dibutuhkan oleh masyarakat seperti rokok dan barang-barang konsumen (*Consumer Goods*).

Kondisi bursa efek pada dasarnya dapat dibedakan dimana tingkat harga secara umum meningkat (*bull*

market) atau menurun (*bear market*). *Bull market* adalah kondisi pasar yang menguntungkan. Kondisi pasar sulit diperkirakan dan baru diketahui setelah peristiwa terjadi. Oleh karena itu investor yang akan melakukan investasi di bursa efek senantiasa memonitor kondisi pasar efek.

Perkembangan harga pada bursa efek, secara garis besar dapat dimonitor melalui kinerja rata-rata dari indeks pasar. Kinerja rata-rata mencerminkan perilaku harga dan sekelompok saham representatif pada waktu tertentu. Indeks pasar mengukur perilaku harga saat ini dan kelompok saham representatif terhadap harga periode dasar. Investor membandingkan rata-rata harga dari berbagai waktu untuk menilai kekuatan dan kelemahan relative pasar. Jika harga rata-rata atau indeks menunjukkan kecenderungan kenaikan harga-harga, *bull market* terjadi, sebaliknya *bear market* tidak terjadi.

Indeks harga rata-rata dan indeks pasar pada hakekatnya merupakan angka indeks. Angka indeks adalah pengukuran nilai pada periode-periode waktu tertentu dibandingkan dengan nilai periode dasar yang dinyatakan perubahannya dalam bentuk presentase. Angka indeks berguna untuk membandingkan perubahan-perubahan

relatif pada macam-macam fenomena dan hari ke hari, dan bulan ke bulan atau dari tahun ke tahun.

Bursa sebagai pelaksana pasar modal menerbitkan indeks harga saham (IHS) Bursa Efek Indonesia, (*Indonesian Stock Exchange's Stock Price Index*) dan tercantum dalam kurs resmi Bursa Efek. Dalam prakteknya IRS diterbitkan oleh BEJ. IHS saat ini yang merupakan Kurs Bursa Efek adalah (Husnan, 1998 : 50):

1. Indeks Harga Saham Individual (IHSI)
2. Indeks Harga Sektor Industri (IHSIo)
3. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

IHSG Bursa Efek Indonesia merupakan indeks gabungan (*Composite index*). Angka indeks yang dihasilkan merupakan indeks harga rata-rata tertimbang (*weighted aggregate price index*). Dalam prakteknya IHSG dihitung harian. Angka IHSG sebagai alat ukur perkembangan perdagangan saham sangat penting, bagi masyarakat maupun investor, tapi juga bagi perantara perdagangan efek, analis investasi portofolio dan pemerintah. Manfaat yang diperoleh adanya angka IHSG bagi investor dan masyarakat umumnya adalah untuk mengikuti perkembangan harga saham yang dimiliki maupun perkembangan pasar. Dengan demikian, investor

dapat menentukan waktu yang tepat untuk melakukan investasi dipasar modal atas dasar informasi IHSB ataupun merubah portofolio investasi yang dimiliki.

2.1.1.2 Tujuan Perusahaan dan Tujuan Keputusan Investasi

Menurut Lukman S (1985: 10) Tujuan perusahaan secara keseluruhan adalah meningkatkan penghasilan bagi pemilik perusahaan. Penghasilan yang diperoleh oleh seorang pemegang saham berasal dari deviden yang diterimanya secara periodik atau dari kenaikan harga saham-saham yang dimilikinya. Harga pasar dan selabar saham mencerminkan harga penerimaan pada saat ini maupun kemungkinan-kemungkinan penenimaan deviden pada masa yang akan datang. Suatu pandangan yang sudah diterima umum mengatakan bahwa "kekayaan (*wealth*) dan pemilik perusahaan diukur dari harga saham-saham yang dimilikinya". Apabila seorang pemilik ingin melepaskan hak pemilikannya atas perusahaan', maka dia harus menjual saham-saham yang dimilikinya sesuai dengan atau mendekati harga pasar yang berlaku. Sesuai dengan pendapat tersebut, dapat ditegaskan bahwa tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Untuk dapat memakmurkan para pemegang saham maka harus dapat meningkatkan nilai perusahaan yang pada gilirannya

memaksimumkan harga saham perusahaan. Kemakmuran para pemegang saham yang diwujudkan dengan semakin tingginya harga saham merupakan cermin dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan pembagian keuntungan (dividen) perusahaan.

Keputusan investasi sangat penting dengan semakin besar dan berkembangnya perusahaan. Semakin berkembang perusahaan maka manajemen dituntut mengambil keputusan investasi seperti diversifikasi usaha, pembuatan cabang baru, pendirian perusahaan baru maupun investasi dalam surat-surat berharga.

Keputusan investasi disebut dengan *Capital Budgeting* seperti yang diuraikan oleh Lukman. S (1995 : 412) sebagai berikut : *Capital Budgeting* menunjuk kepada keseluruhan proses pengumpulan, pengevaluasian, penyeleksian dan penentuan alternatif penanaman modal yang akan memberikan penghasilan bagi perusahaan untuk jangka waktu yang lebih dari setahun (*Capital Expenditure*). Keterbatasan jumlah uang yang tersedia seringkali merupakan penghambat utama dalam proses *Capital Budgeting*.

Keputusan investasi mempunyai dimensi waktu yang panjang, oleh karena itu keputusan yang diambil harus dipertimbangkan dengan baik, karena mempunyai konsekuensi

yang panjang. Keputusan investasi yang baik akan memberikan jawaban tentang bidang usaha apa yang akan dimasuki proyek mana yang akan dipilih dan obligasi atau saham apa yang dibeli.

Selanjutnya, perusahaan yang membutuhkan dana harus memahami dan mengerti konsekuensi atas pinjaman dana yang dilakukannya. Untuk memenuhi kebutuhan dana, perusahaan mempertimbangkan besarnya dana yang diperlukan dan berapa lama digunakan dalam perusahaan. Jadi *assets* perusahaan harus dibiayai dengan dana yang memiliki waktu jatuh tempo yang sama. Umumnya kebutuhan dana yang sifatnya *revenue expenditure* akan dipenuhi dengan menggunakan sumber dana jangka pendek yang kurang dan satu tahun melalui hasil penjualan, sedangkan kebutuhan dana yang sifatnya untuk *capital expenditure* dibelanjai dengan menggunakan sumber dana jangka panjang seperti melalui penerbitan saham, obligasi dan laba ditahan.

Keputusan yang akan diambil oleh manajemen perusahaan harus mencapai struktur modal optimum yang mampu memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam memenuhi kebutuhan pembelanjaan diperlukan keseimbangan yang optimal antara penggunaan sumber dana yang berasal dari

modal sendiri dan hutang. Perbandingan antara hutang dan modal itu yang disebut dengan *leverage*.

2.1.2 Kebijakan Deviden

Kebijakan Deviden (*dividend policy*) mencakup keputusan apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Dari model dasar mengenai harga saham. $P_0 = D_1 / (K_s - g)$, diketahui bahwa tambah besar deviden kas yang dibayarkan maka D_1 akan lebih tinggi, dan ini cenderung menaikkan harga saham di pasar. Hanya saja meningkatkan deviden kas mengakibatkan lebih sedikitnya sisa dana yang tersedia untuk reinvestasi, dengan akibat lanjutannya berupa lebih rendahnya perkiraan tingkat pertumbuhan masa depan. Jadi kebijaksanaan deviden menimbulkan dua efek yang bertentangan dan harus dicari adalah kebijaksanaan optimal yang akan menyeimbangkan deviden kini dengan tingkat pertumbuhan masa depan agar harga saham perusahaan dapat dimaksimalkan. (Brigham, 1991; 491).

Lebih lanjut Agus Sartono (2001 : 281) menambahkan bahwa yang dimaksud dengan kebijakan deviden adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba sebagai deviden maka akan mengurangi laba yang ditahan yang selanjutnya mengurangi total

sumber dana intern atau internal financing. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal keseluruhan.

Pemahaman yang baik terhadap beberapa Aksi Korporasi yang dilakukan emiten akan menggiring investor kepada sebuah gambaran yang utuh bagaimana keputusan emiten berdampak kepada kepentingan saham. Kualitas dan komitmen para pengurus perseroan (jajaran komisaris dan direksi) akan tergambar pada berbagai aksi korporasi yang dilakukan. Dengan demikian, para investor mendapat gambaran” kemana “ perseroan tersebut akan dibawa sehingga investor dapat bersikap dan mengambil keputusan rasional atas investasinya, seperti keputusan untuk menjual atau membeli saham atau keputusan untuk mengubah komposisi portofolio investasi.

Sebagai keputusan yang bersifat strategis dan berpengaruh terhadap nilai pemegang saham, maka setiap keputusan aksi korporasi harus mendapat persetujuan pemegang saham baik dalam forum RUPS atau RUPSLB. Suatu aksi korporasi akan menjadi efektif setelah mendapat persetujuan pemegang saham dalam forum tersebut. Tidak jarang, rencana aksi korporasi mendapat tantangan dan sebagian pemegang saham dan berujung pada batalnya rencana tersebut. Namun, sering pula terjadi pula, pemegang saham minoritas tidak

dapat menahan laju keputusan sebuah aksi korporasi karena kalah bersaing suara dengan para pemegang saham mayoritas. Dalam beberapa bentuk aksi korporasi dibutuhkan persetujuan pemegang saham independen, seperti transaksi mengandung benturan kepentingan.

Dalam penelitian ini bagian aksi korporasi yang akan diuji adalah Kebijakan Deviden yang ditetapkan oleh perusahaan. Sehingga ingin diketahui dampaknya selain dari beberapa kebijakan-kebijakan aksi korporasi yang lainnya.

2.1.2.1 Teori Mengenai Kebijakan Deviden

Ada berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain:

1) “Dividen Tidak Relevan” Dari MM

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR (Dividend Payout Ratio), tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. (Lukas Setia Aimaia, 1999: 285).

2) Teori “*Their bird in the Hand*”

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri (K_s) perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*.

Menurut mereka, investor memandang dividen yield (d_1/P_0) lebih pasti daripada capital gains (g). Dilihat dari sisi investor K adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. K adalah keuntungan dari dividen (*dividen yield*) ditambah keuntungan dari capital gain (*capital gain yield*). (Lukas Setia Atmaja, 1999: 287).

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

= Divident yield + capital gains yield

3) Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenherger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividen yield tinggi, capital gain yield rendah daripada saham dengan dividen yield rendah, capital gains yield tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas capital gains, perbedaan ini akan makin terasa. (Lukas Setia Atmaja, 2005: 287).

4) Teori "Signaling Hypothesis

Perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga

setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek “sinyal” dan preferensi terhadap dividen. (Lukas Setia Atmaja, 2005: 287).

5) Teori *Clientele effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*Clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memilih preferensi yang berbeda terhadap kebijakan deviden perusahaan. (Lukas Setia Atipaja, 1999: 287).

2.2. Penelitian Yang relevan

Penelitian Efendri (1993), dengan judul “*Faktor-Faktor yang Dipertimbangkan Dalam Kebijakan Pembayaran Divide; Oleh Perusahaan-Perusahaan “Go Public” Di Indonesia* “. mengatakan *questionnaires* untuk mengetahui persepsi manajemen tentang faktor-faktor yang dipertimbangkan (faktor-faktor yang dapat dikendalikan) dalam kebijakan pembagian dividen kas.

Penelitian dilakukan terhadap 84 perusahaan yang *go public* sampai akhir tahun 1991 dengan tekni analisis regresi dan korelasi. Hasilnya menyatakan bahwa faktor peningkatan dan penurunan laba termasuk faktor yang sangat penting dipertimbangkan manajemen dalam kebijakan pembagian dividen kas. Faktor harga saham, dividen yang stabil, stabilitas pendapatan, posisi likuiditas bunga dan pajak, tingkat pengembalian investasi, preferensi investor serta ekspansi aktiva termasuk faktor-faktor penting.

Sedangkan faktor aliran kas biaya peningkatan pendanaan, kekuatan keuangan, tingkat hutang, peningkatan substansi pendanaan eksternal, hasil dividen, pertimbangan pengendalian serta pembayaran kembali hutang termasuk dalam faktor-faktor tidak penting. Dengan uji rangking bertanda Wilcoxon (w) menunjukkan bahwa perbedaan persepsi manajemen dalam mengurutkan rangking faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan pembagian dividen kas adalah signifikan. Ini berarti kesepakatan para manajer dalam memberi urutan rangking tersebut tidak merupakan kebetulan semata. Formula pembagian dividen kas secara umum dari perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia seharusnya stabil. Ini dibuktikan dengan korelasi antara faktor stabilitas pendapatan dengan dividen yang stabil adalah signifikan.

Construct dan variabel yang digunakan dalam penelitian Efendri (1993) adalah sebagai berikut:

Construct	Variabel
Profitabilitas	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Peningkatan laba ➤ Penurunan laba
Risiko Penurunan dividen	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Harga saham ➤ Dividen yang stabil ➤ Stabilitas Pendapatan
Likuiditas	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Posisi Likuiditas ➤ Bunga dan Pajak ➤ Aliran Kas
Investasi	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Preferensi Investor ➤ ROI ➤ Ekspansi Aktiva

Pendapatan	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Hasil dividen ➤ Biaya peningkatan pendanaan ➤ Peningkatan pendanaan Eksternal ➤ Tingkat Hutang ➤ Pertimbangan Pengendalian ➤ Pembayaran kembali hutang ➤ Kekuatan keuangan
------------	--

Setyawan (1995) pernah melakukan penelitian serupa dalam tesisnya yang berjudul: “*Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*”. Dengan menggunakan *purposive sampling* perusahaan persero yang sudah diaudit pada tahun 1992 dan memenuhi kriteria tertentu terdapat 81 perusahaan. Model yang diajukan adalah model regresi berganda sebagai berikut:

$$Y_1 = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \epsilon_i$$

Keterangan:

Y_1 = Dividen untuk Pemerintah

X_1 = Rencana Pembayaran Hutang

X_2 = Rencana Investasi

X_3 = Rencana Penambahan Modal Kerja

X_4 = Tingkat Kesehatan Perusahaan

β_0 = interscp

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ = Koefisien regresi dan

ϵ_i = *error term*

$i = 1, 2, 3, \dots, n$

Dari hasil analisis regresi berganda dengan menggunakan metode kuadrat terkecil (OLS), serta pengujian asumsi klasik dalam menentukan derajat pengaruh faktor terhadap kebijakan dividen pada persero, dapat disimpulkan sebagai berikut. Hanya dua faktor yang berpengaruh secara signifikan yaitu variabel Rencana Investasi dan Variable Rencana Penambahan Modal Kerja.

Ramli (1994) melakukan penelitian yang berjudul :“Analisa FaktorFaktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta” dengan sample 63 perusahaan yang terdaftar di BEJ selama tahun 1992 sampai tahun 1994. pengujian dilakukan dengan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \epsilon_1$$

Keterangan:

$Y_i = \text{Dividen Per Share periode } t$

$X_1 = \text{Earning Per Share periode } t$

$X_2 = \text{Debt Equi Rot!o periode } t$

$\beta_0 = \text{Intersep}$

$\beta_1, \beta_2 = \text{Koefisien regresi dan}$

$i = 1,2,3,\dots, n$

Hasil penelitian ini menyebutkan bahwa besarnya tingkat keuntungan (EPS) perusahaan manufaktur yang *go public* di BEJ mempunyai pengaruh negatif terhadap besarnya dividen. Variabel EPS secara konsisten berpengaruh terhadap besarnya DPS, sedangkan variabel DER tidak terbukti

berpengaruh secara statistik walaupun koefisien arahnya sudah sesuai dengan yang diprediksikan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa hanya variabel BPS saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini mungkin dikarenakan kondisi investor kita yang umumnya belum melakukan analisis teknis maupun analisis fundamental serta masih bersifat spekulatif

Penelitian Ali et.al. (1993) yang berjudul "*Determinan Of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis*" mengambil sampel 105 perusahaan dengan data yang diperoleh dari *S and P Stock Reports, Value Line dan Compustat*. Dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio (DPR)* sebagai *proxy* untuk kebijakan dividen. *Dividend Payout Ratio* merupakan *ratio* pembayaran dividen selama tiga tahun berturut-turut (1983-1985). Berikut adalah fokus penelitian tersebut.

Tax Clientele

Penjelasan postulat dari *tax clientele* menyatakan bahwa investor dalam golongan pajak yang rendah lebih menyukai pembayaran dividen atas sahamnya yang besar dibanding dengan investor dalam golongan pajak yang tinggi. Dalam artikelnya, dampak *tax clientele* diuji secara berbeda dengan memasukkan status pajak atas pemegang saham mayoritas perusahaan. Jika penjelasan dari *tax clientele* tersebut *valid* maka, suatu hubungan positif diharapkan antara *institutional holdings* dengan DPR. *Institutional holdings* didefinisikan sebagai *rasio* lembar saham biasa yang dimiliki oleh lembaga / institusi dengan lembar saham yang beredar.

Transaction Costs and The Residual Theory of Dividends

Jika biaya yang dikeluarkan (*issuing cost*) signifikan, perusahaan akan lebih menyukai untuk membiayai investasinya dengan menahan laba dan pada dengan mencari dana dari luar. Untuk dana yang berasal dari dalam perusahaan, pembayaran dividen bertentangan dengan investasi, setiap biaya dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Dalam artikelnya ditunjukkan bahwa biaya-biaya transaksi mungkin tidak relevan dengan kebijakan dividen.

Berdasarkan *the residual theory of dividend*, suatu hubungan negatif diharapkan antara dividen yang dibayarkan dengan *external financing cost* (dengan menggunakan *proxy* BETA). Seperti yang ditunjukkan oleh Rozeff (1982), hubungan antara DPR dan BETA seharusnya negatif. Variabel Beta adalah risiko sistematis perusahaan pada Desember 1985 yang dihitung menggunakan *return* bulanan dan *Center for Research in Security Prices Tapes*.

Karena ada perusahaan yang lebih sering menggunakan hutang (*debt*) daripada modal (*equity*) saat menjangkau dana dari luar, analisis ini juga memasukkan biaya dan hutang. Ukuran perusahaan diukur dengan log dari *total asset* yang digunakan sebagai *proxy* untuk *cost of external debt financing*. Suatu hubungan positif diharapkan antar log dan *total asset* dengan *Dividend Payout Ratio*, karena perusahaan yang lebih besar menghadapi *issuing cost* yang lebih rendah.

Berdasarkan postulat dan *the residual theory of dividend* juga dinyatakan bahwa suatu perusahaan akan membayar dividen hanya jika dana-dana yang berasal dari dalam tidak digunakan seluruhnya untuk tujuan

investasi. Pengalaman perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi umumnya mempunyai kebutuhan investasi yang besar, sehingga pembayaran dividennya rendah. Rata-rata *capital expenditures* yang diharapkan terjadi pada tahun 1985 sampai 1987, diskalakan dengan rata-rata total aset dan periode tersebut dan digunakan sebagai *proxy* dan *expected level of capital expenditures*. *Growth* adalah tingkat pertumbuhan rata-rata tahunan dalam laba operasi. Hubungan yang terbalik diharapkan dapat terjadi antara DPR dan rata-rata *capital expenditures* dan *growth*.

Variabel lain yang digunakan untuk mengukur adalah akses perusahaan ke pasar modal, yaitu variabilitas dalam struktur modal. Variabilitas ini diukur dengan standar deviasi dari perubahan rata-rata struktur modal (*debt equity ratio*). Perusahaan yang memiliki akses lebih besar ke pasar modal dapat dengan mudah untuk mengganti hutang (*debt*) dengan modal (*equity*), dan mengambil keuntungan dan biaya transaksi yang lebih rendah, sehingga memungkinkan pembayaran dividen yang lebih besar atas struktur modal perusahaan (*debt to equity ratio*). Satu hubungan positif diharapkan standar deviasi *debt equity ratio* dengan *dividend payout ratio*.

Signaling

Masih terdapat perdebatan mengenai apa yang sebenarnya ditandai oleh pembayaran dividen. Dividen dapat menyampaikan informasi mengenai tingkat laba saat ini atau masa depan Bhattacharya (1979). Walaupun hasil-hasil empiris mengindikasikan bahwa dividen bukan peramal laba yang baik. Dalam artikelnya ditunjukkan bahwa perubahan dividen menandakan

perubahan prospek perusahaan, tetapi sangat lemah untuk memprediksi laba. Dividen juga dapat menandakan tidak adanya risiko dalam *cash flow* perusahaan. Artikel ini menguji hubungan dividen dengan stabilitas *cash flow*, *cash flow variability* diukur dengan OLS *estimate* atas koefisien variasi *cash flow*, suatu hubungan terbalik diharapkan antara *cash flow variability* dengan *dividend payout ratio*.

Agency Theory dan Dividen

Selain konflik antara pemegang saham dan manajer juga terdapat konflik antara pemegang saham (*stock holder*) dan pemegang obligasi (*bond holders*). Pemegang saham dapat mengambil alih *wealth* dan pemegang saham obligasi dengan membayar dividen kepadanya. Pemegang obligasi mencoba untuk memuat masalah ini melalui batasan-batasan pembayaran dividen dalam kontrak obligasi (*bond indenture*). *Ratio* dan *net plant* terhadap *total asset* merupakan *proxy* untuk aktiva-aktiva yang dapat dijamin dan digunakan untuk mengetahui masalah keagenan suara pemegang saham dan pemegang obligasi. Perusahaan yang memiliki lebih banyak aktiva yang dapat dijamin, akan memiliki masalah keagenan antara pemegang saham dan pemegang obligasi yang lebih sedikit karena aktiva-aktiva tersebut dapat digunakan untuk menjamin.

Diharapkan hubungan antara *ratio* dan *net plant* terhadap *total asset* terhadap DPR adalah positif.

Managerial Consideration

Untuk menahan kemampuan mendapatkan investasi yang menguntungkan, perusahaan dapat memilih meningkatkan cadangan keuangannya (*financial slack*) daripada membayar dividen yang besar. *Financial slack* diukur dan penjumlahan saldo kas dan surat berharga (diskalkan dengan nilai pasar ekuitas) dan kapasitas hutang yang belum digunakan. Kapasitas hutang adalah perbedaan antara *leverage ratio* perusahaan industri. ini adalah suatu *proxy* tidak langsung dan *financial slack*, penting untuk dipertimbangkan dengan hati-hati. *Financial slack* diharapkan berhubungan terbalik dengan DPR.

Ada banyak bukti empiris yang mengindikasikan bahwa keinginan perusahaan dan harapan pasar suatu tingkat stabilitas yang pasti dalam pembayaran dividen. Untuk mendapatkan stabilitas dividen masa lalu, digunakan *dummy variabel* 1-0 (STAB). STAB sama dengan 1, jika dividen untuk lima tahun lalu secara konsisten lebih besar dari 90% di tahun sebelumnya. Pengkodean ini juga menandakan bahwa penurunan dividen sampai 10% dari tahun sebelumnya masih dapat dipertimbangkan sebagai kebijakan dividen yang stabil. Suatu hubungan positif diharapkan terjadi antara STAB dan DPR.

Dengan menggunakan prosedur dua langkah faktor regresi, dihasilkan 6 faktor yang signifikan. Suatu hubungan signifikan yang negatif ditemukan antara *dividend payout* dan faktor-faktor yang mewakili *issuance cost*, *packing order*, *investment* dan *financial slack*.

Dengan menggunakan 12 variabel sebagai independent variabel dan dianalisis langsung dengan *multiple* regresi (*OLS regression analysis*), hasilnya menunjukkan 5 variabel yang signifikan dengan muatan terbesar pada masing-masing faktor yaitu: *growth. expected capital expenditure, stabilitas dividend, net plant to total assets*, variabilitas dalam struktur modal. *R-square* dalam kedua prosedur hampir sama yaitu 0,54, sedangkan *F-value* untuk analisis adalah 11,13 dibandingkan dengan metode fakto; analisis adalah 16,28. Variabel yang digunakan oleh Au *et.al.* (1993) adalah sebagai berikut:

Construct	Variabel
<i>Tax Clientele</i>	<ul style="list-style-type: none"> • INSTHOL
<i>Transaction cost and The Residual Theory of Dividends</i>	<ul style="list-style-type: none"> • BETA • EXCAP • GROWTH • LNTA • STDCDE
<i>The Signaling Role of Dividends</i>	<ul style="list-style-type: none"> • CFV
<i>The Role of Dividends in Reducing Agency Problem</i>	<ul style="list-style-type: none"> • HOLDING • INTANG • INSIDER
<i>Managerial Consideration</i>	<ul style="list-style-type: none"> • SLACK • STAB

2.3 Kerangka Pemikiran

Untuk melihat faktor-faktor yang menang dianggap mempengaruhi *dividend payout ratio* sesuai dengan kondisi di Indonesia, peneliti memilih variabel yang digunakan berdasarkan penjabaran yang diuraikan oleh Au *et.al.* (1993) dan Efendri (1993). Berdasarkan hasil penelitian Au *et.al.* (1993)

dan Efendri (1993) maka *construct* dan variabel dan penelitian ini adalah sebagai berikut:

Construct	Variabel
Pendanaan	<ul style="list-style-type: none"> • Biaya peningkatan Pendanaan
<i>The residual Theory of Dividends</i>	<ul style="list-style-type: none"> • ROI • EXCAP
Risiko Penurunan Dividen	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Average Growth Dividends</i>
<i>The Signaling role of Dividends</i>	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Cash Flow Variability</i>
<i>Transaction Cost And The Residual Theory of Dividends</i>	<ul style="list-style-type: none"> • BETA

Biaya peningkatan pendanaan diproksikan dengan *Delta Current Liabilitas*. *Proxy* ini dibuat berdasarkan *questionnaires* dalam penelitian Efendri (1993) yang mengatakan bahwa jika perusahaan dihadapkan dengan masalah suatu Maya yang tinggi untuk meningkatkan pendanaan (jangka pendek) maka akan menurunkan pembagian dividen kas dibandingkan dengan periode sebelumnya.

Tingkat pengembalian investasi (ROI) diproksikan dengan membagi laba setelah pajak dengan total aktiva. *Proxy* ini dibuat berdasarkan *questionnaires* yang menyatakan bahwa suatu tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menimbulkan keinginan untuk menahan laba perusahaan.

Variabel *Expected Capital Expenditures* diproksikan dengan rata-rata pertumbuhan aktiva tetap. *Proxy* ini digunakan oleh Au et al. (1993) dan Efendri (1993) yang membuat *questionnaires* yang mengatakan bahwa suatu tingkat ekspansi aktiva yang tinggi akan mengurangi pembagian dividen kas karena untuk menghemat dana.

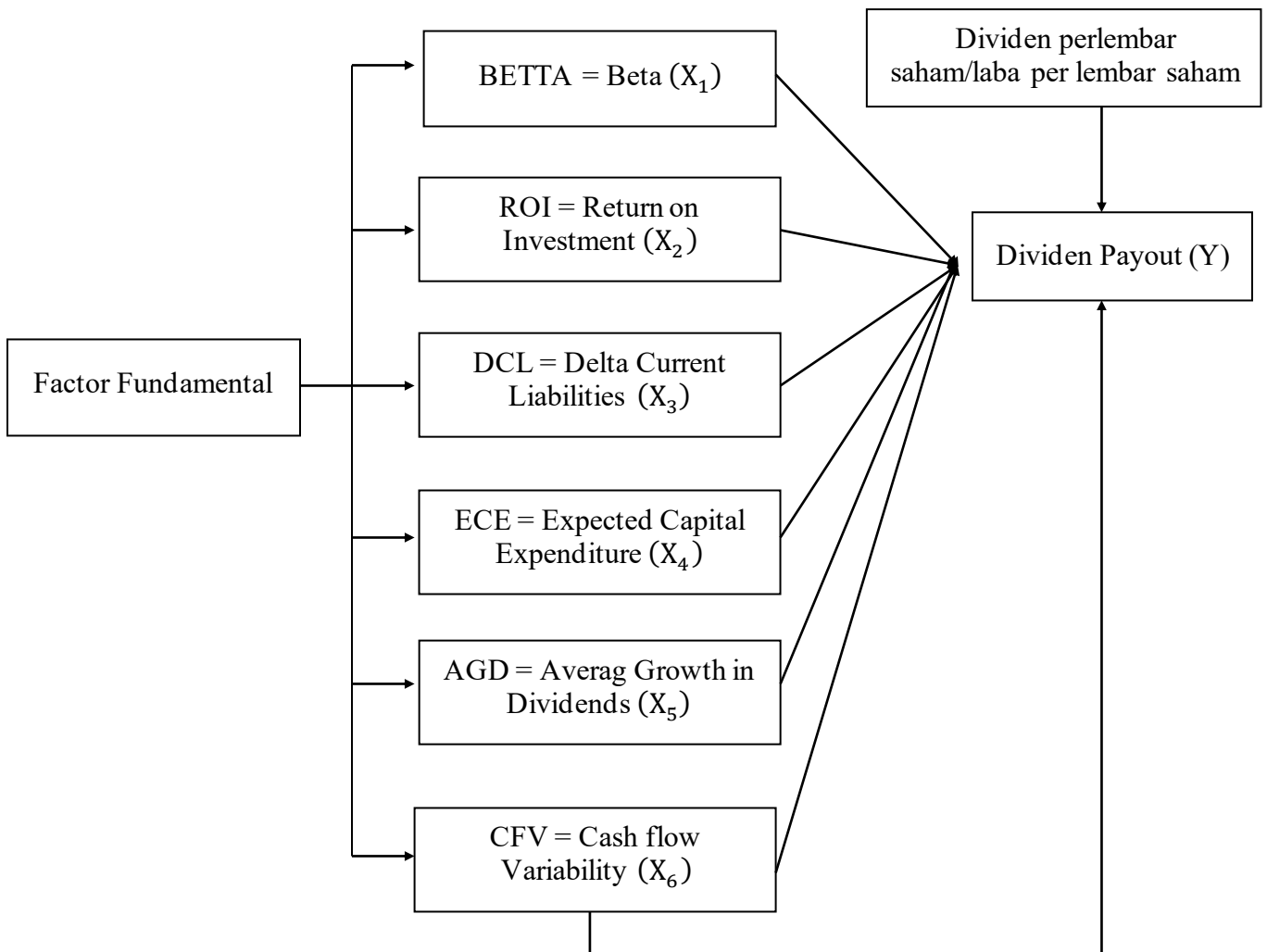
Variabel *Average Growth Dividend* mengukur stabilitas dividen. *Proxy* ini dibuat berdasarkan penelitian Efendri (1993).

Dividen dapat menyampaikan informasi mengenai tingkat laba saat ini atau masa depan. Perubahan dividen menandakan perubahan prospek perusahaan, tetapi sangat lemah untuk memprediksi laba. Dividen juga menandakan tidak adanya risiko dalam *cash flow* perusahaan. Seperti yang ditunjukkan oleh Au et.al. (1993), hubungan antara DPR dan Beta adalah positif. Variabel Beta adalah risiko sistematis perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut, deduksi hipotesis Karena *Delta Current Liabilitas*, ROI, *Excted Capital Expenditures*. *Average Growth in Dividends*, *Cash flow Variability*, dan beta baik, maka akan berpengaruh secara simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) di Bursa Efek Jakarta. Karena Tingkat ekspansi aktiva digunakan yang tinggi akan mengurangi pembagian dividen kas karena untuk menghemat dana. Pembagian dividen kas yang stabil akan mengurangi risiko penurunan dividen kas pada periode mendatang. Perubahan dividen menandakan perubahan prospek perusahaan, tetapi sangat lemah untuk memprediksi laba. Dividen juga dapat menandakan tidak adanya risiko dalam *cash flow* perusahaan. Perusahaan yang membayarkan dividen yang terlalu tinggi akan mengganggu *cash flow* perusahaan. Tingkat pengembalian investasi yang tinggi akan menimbulkan keinginan untuk menahan laba perusahaan. Semakin tinggi risiko akan semakin tinggi pula dividen yang akan dibayarkan.

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan di atas, kerangka pemikiran penelitian ini dapat di gambarkan sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran penelitian



2.4 Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Ada pengaruh signifikan dan *Delta Current Liabilities*, *ROI*, *Expected Capital Expenditures*, *Average Growth in Dividends*, *Cash flow*

Variability, dan beta simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) di Bursa Efek Jakarta.

2. Variabel *Delta Current Liabilities* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
3. Variabel *Expected Capital Expenditures* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
4. Variabel *Average Growth in Dividends* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
5. Variabel *Cash flow Variability* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
6. Variabel ROI berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
7. Variabel Beta berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

BAB III

GAMBARAN UMUM KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

3.1 Kebijakan Deviden

Kebijakan deviden (*dividend policy*) adalah kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan proposi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai *return* atas investasi mereka dan proporsi laba ditahan yang akan diinvestasikan kembali. Jumlah laba ditahan adalah laba bersih dikurangi deviden yang dibagikan, dengan kata lain laba ditahan tergantung besarnya pembagian deviden.

Kebijakan deviden terkait erat dengan kebijakan keuangan lainnya seperti kebijakan investasi (*investment decision*) dan kebijakan pendanaan (*financing decision*). Perlu dipahami bahwa ketiga keputusan tersebut tidak dapat dipisahkan sendiri-sendiri, melainkan harus dilihat secara keseluruhan karena ketiga keputusan tersebut saling mempengaruhi dan akan berdampak pada nilai perusahaan. Kesempatan yang diperoleh perusahaan untuk berinvestasi tentu saja akan dipertimbangkan baik dari segi profitabilitas maupun dan segi pendanaan atas biaya investasi yang dibutuhkan.

Untuk memenuhi kebutuhan dana atas kesempatan investasi tersebut, perusahaan pertama kali akan mempertimbangkan laba ditahan sebagai alternatif pertama. Karena biaya modal yang timbul disebabkan pemakaian laba ditahan lebih rendah jika dibandingkan dengan biaya modal yang ditimbulkan oleh penerbitan saham baru ataupun penerbitan saham preferen.

Hal ini disebabkan oleh karena dibutuhkan *flotation cost* dalam penerbitan saham baru

Jika dibandingkan dengan alternatif pemakaian utang dalam pendanaan suatu kesempatan investasi, laba ditahan mempunyai biaya modal yang lebih tinggi karena pemegang saham biasanya mensyaratkan tingkat *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat suku bunga. Namun perusahaan menghadapi tingkat kebangkrutan dari resiko kesulitan keuangan apabila pemakaian utang yang terlalu besar. Sehingga biasanya alternatif pendanaan yang pertama dipertimbangkan adalah sumber dana dan laba ditahan.

3.2 Kontroversi Seputar Kebijakan Deviden

Bagaimana kebijakan deviden dapat mempengaruhi nilai perusahaan, sebuah pertanyaan mendasar dan menjadi bahan perdebatan berkepanjangan oleh para praktisi maupun akademis. Ada tiga arus pemikiran utama yang berbeda pendapat mengenai kebijakan deviden tersebut, yaitu:

3.2.1. Aliran Tradisional (Kanan)

Arus pemikiran yang pertama adalah para akademisi yang berpendapat bahwa pemegang saham lebih senang menerima deviden dan pada *capital gain*. Harga saham merupakan *present value* dan laba bersih-laba bersih yang diterima pemegang saham tersebut (*Suad Husnan* 1993). Jika dianggap bahwa saham tersebut akan dipegang selamanya maka pendapat yang diterima oleh pemegang saham hanya

bersumber dan pembayaran deviden. Sehingga dengan meningkatkan jumlah deviden yang dibayarkan, harga saham akan meningkat.

Persyaratan tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(Dt)}{(1+k)^t}$$

P_o = Harga saham saat ini

Dt = Deviden pada tahun ke- t ($t=1, \dots$)

k = Biaya modal sendiri

Karena P_o merupakan *present value* dari Dt , maka kalau Dt ditingkatkan maka P_o akan meningkat. Argumen inilah yang mendasari anjuran para akademisi aliran kanan agar perusahaan membagikan deviden sebesar-besarnya. Arus pemikiran ini dipelopori oleh *Graham dan Dodd* (1951), *Gordon* (1959) dan *Lintner* (1961) yang biasa disebut aliran tradisional atau aliran kanan (Brealey dan Myers, 1996), dan teori mereka sering disebut *Dividend In The Hand Theory*.

Argumentasi mereka mengatakan “Perusahaan harus membayarkan jumlah deviden yang besar walaupun harus menerbitkan saham baru untuk membiayai pembayaran deviden tersebut, karena investor membutuhkan deviden untuk menutupi biaya hidup mereka. Jumlah pembayaran deviden yang besar dapat mencukupi kebutuhan para investor tanpa harus menjual saham-saham mereka.

Argumen lain yang mereka kemukakan adalah, perusahaan dalam menerbitkan saham baru lebih leluasa dibandingkan dengan pemegang saham karena perusahaan dapat memilih waktu yang tepat untuk menerbitkan saham baru, misalnya saat harga saham *overpriced*. Sebaliknya pemegang saham tidak leluasa dalam memilih waktu yang tepat untuk melepas saham yang dimilikinya, misalnya pada saat deviden yang dibagikan terlalu kecil, pemegang saham terpaksa untuk menjual sahamnya walaupun harga saat itu *underpriced*.

Juga kemampuan perusahaan dalam membayarkan deviden dalam jumlah yang besar menunjukkan bahwa perusahaan dapat menghasilkan aliran kas masuk untuk para pemegang saham. Sehingga menurut sudut pandang pemegang saham, deviden memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain*.

Argumen aliran tradisional yang menyatakan perusahaan lebih leluasa dalam menentukan waktu penerbitan saham baru karena perusahaan mempunyai informasi yang lebih baik mengenai kecenderungan harga saham dan nilai perusahaan, masih menjadi perdebatan dan belum terselesaikan resiko lebih jelas.

Ketika perusahaan menerbitkan saham baru untuk membayar deviden, tidak lebih dari apa dan yang penerbit saham dapat lakukan pada diri mereka sendiri. karena pemegang saham dapat menjual saham mereka dan mendapatkan uang tunai secara langsung. Sehingga

dapat dikatakan bahwa kebijakan deviden seperti itu tidak mengurangi resiko yang dihadapi pemegang saham dan juga tidak memberikan manfaat.

3.2.2. Aliran *Tax Preference Theory* (Kiri)

Substansi dari arus pemikiran aliran penghematan pajak atau sering disebut juga aliran kiri, secara sederhana dapat digambarkan, bahwa ketika deviden dikenakan pajak lebih tinggi dari pajak yang dikenakan terhadap *capital gain*, perusahaan harus membayarkan deviden serendah mungkin sehingga dapat diperoleh penghematan pajak. Kas yang sedianya dari laba harus ditahan dan diinvestasikan kembali atau dipakai untuk membeli saham perusahaan yang masih beredar.

Namun dengan diberlakukannya *The Tax Act of 1986* di Amerika Serikat, argument aliran kiri telah dimentahkan. Sebelum diberlakukannya undang-undang tersebut, pemegang saham dibebani 50% tarif pajak atas pembayaran deviden yang mereka terima. Setelah diberlakukannya undang-undang tersebut, deviden dan *capital gain* dibebankan dengan tarif pajak yang sama yaitu 28% untuk pemegang saham yang memperoleh pendapatan tinggi.

Tabel 3.1

Perubahan Tarif Pajak Menurut Undang-Undang Perpajakan Tahun 1994

PAJAK	Sebelum UUP 1994		Menurut UUP 1994	
	Domestic	Asing	Domestic	Asing
Deviden	15%	20%	15%	20%
Capital gain	*	-	-	-
Transaksi				
Saham **		-	0,1%	0,1%
Saham umum				
Saham pendiri		-	+5%	+5%

Sumber UU No.7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan, UU No.10, UU No. 10 Tahun 1994 Tentang Perpajakan, Peraturan Pelaksanaan UU Perpajakan Tahun 1995 (KUP,PPH,PPN), diolah.

* Pajak *Capital gain* atas investor domestik bersifat progresif sesuai PPh pasal 21.

** Berdasarkan PP No.4 1 tahun 1994.

Tetapi di negara-negara lain seperti Inggris dan Indonesia, tarif pajak yang dibebankan terhadap deviden lebih tinggi. Tabel di bawah ini menunjukkan bahwa deviden di Indonesia dikenai tarif pajak sebesar 15% untuk investor domestik dan 20% untuk investor asing. Sementara capital gain hanya dikenai tarif pajak sebesar 0,1% bagi saham umum dan ditambah 5% untuk saham pendiri perusahaan. Jadi di negara-negara yang tariff pajak untuk deviden lebih tinggi dan *capital gain*, pendapat aliran kiri mungkin masih berlaku.

3.2.3. Aliran *Irrelevant Theoiy* (Tengah)

Teori ini dipelopori oleh *Merlo Miller* dan *Franco Modigliani* (*MM*), 1961. Merka menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak

membawa pengaruh bagi harga saham maupun biaya modal. Mereka beralasan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh potensi perusahaan dalam menghasilkan laba dan resiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Dengan kata lain MM berargumen bahwa nilai perusahaan bergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan dengan assetnya, tidak pada proporsi pembagian deviden dan laba ditahan.

Teori MM ini diajukan dengan asumsi-asumsi sebagai berikut:

- Tidak ada pajak, baik pajak individu maupun pajak perusahaan.
- Tidak ada *flotation cost* atau biaya transaksi.
- Tingkat utang perusahaan tidak mempunyai pengaruh pada modal
- Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan di masa depan.
- Distribusi pendapatan antara deviden dan laba ditahan tidak mempengaruhi biaya modal sendiri.
- Kebijakan pendanaan perusahaan terlepas (*independent*) dan kebijakan devidennya

Jelas sekali bahwa asumsi-asumsi yang tersebut di atas jauh dari kenyataan. Perusahaan dan individu harus membayar pajak, setiap transaksi akan menimbulkan biaya transaksi, manajer mempunyai informasi yang lebih baik daripada investor tentang prospek perusahaan di masa depan (*asymmetric information*), serta investor menghadapi pajak dan biaya transaksi sehingga kebijakan deviden mempengaruhi biaya modal sendiri. Tetapi MM beralasan bahwa teori

ekonomi berdasarkan asumsi-asumsi untuk menyederhanakan permasalahan, dan teori harus diuji berdasarkan studi empiris, bukan oleh seberapa dekat asumsi-asumsi yang dibangun dengan kenyataan yang dihadapi.

3.3 Jenis Kebijakan Deviden

3.3.1 *Devidend Stability*

Tanpa memperhatikan kebijakan yang ditempuh perusahaan dalam menetapkan *dividend payout ratio* jangka panjang, fluktuasi tahun ke tahun dapat mengikuti beberapa panduan sebagai berikut:

3.3.2 *Stable dividend payout ratio*, kebijakan seperti ini menetapkan persentase laba yang dibayarkan secara stabil setiap tahun.

$$\text{dividend payout ratio} = \frac{\text{deviden yang dibayarkan}}{\text{laba}}$$

Hasilnya ialah jumlah deviden yang dibayarkan berfluktuasi sesuai dengan proporsi perubahan laba.

3.3.3 *Stable dollar dividend*, jumlah uang tunai yang dibayarkan sebagai deviden relatif stabil dari tahun ke tahun atau mengikuti kecenderungan menurun atau menaik sesuai dengan trend sepanjang waktu.

3.3.4 *Stable dollar dividend plus an "extra" dividend*, perusahaan membayarkan deviden secara stabil dan teratur (dalam satuan mata uang) ditambah deviden tambahan pada akhir period yang menguntungkan

Bukti empiris menunjukkan bahwa jarang perusahaan yang melaksanakan kebijakan yang pertama di atas, *stabilized dollar dividend* ditempuh oleh kebanyakan perusahaan di Amerika Serikat. Kebijakan ketiga dipraktekkan oleh sedikit

3.4 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden

Menurut *Schaal dan Halew (1991)* ada beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan deviden yang akan ditempuh. Faktor-faktor tersebut antara lain:

3.4.1 Profitabilitas Kesempatan Investasi Perusahaan

Jika perusahaan tidak menemukan kesempatan investasi yang menguntungkan, laba dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden. Sebaliknya jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan laba dapat ditahan kemudian diinvestasikan sesuai alternatif kesempatan investasi yang paling menguntungkan. Bagi perusahaan yang dalam taraf pertumbuhan dan memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga tidak membayarkan deviden sama sekali bukanlah hal yang luar biasa. Mendanai investasi baru dengan laba ditahan lebih menguntungkan daripada membagikan sebagai deviden atau membiayai investasi baru tersebut dengan menerbitkan saham baru atau menerbitkan obligasi (utang). Terlebih lagi mencari dana dari luar akan menimbulkan biaya transaksi seperti *flotation cost*.

Walaupun sebuah proyek yang akan dibangun misalnya tidak menguntungkan, lebih baik laba ditahan diinvestasikan dalam bentuk asset lancar seperti saham, obligasi dan sebagainya (*marketable securities*), sehingga kelak akan tersedia dana jika ditemukan sebuah kesempatan investasi yang menguntungkan.

3.4.2 Pajak Pemegang Saham

Seperti telah dikemukakan di atas, terdapat perbedaan tarif pajak yang dikenakan antara deviden dengan *capital gain*. Di Indonesia, tarif pajak yang dibebankan kepada pemegang saham domestik yang mendapat pembayaran deviden adalah 15 %, sedangkan untuk investor asing sebesar 20 %. Sementara itu *capital gain* hanya dikenai tarif pajak sebesar 0,1 % untuk pemegang saham umum dan ditambah 5 % untuk pemegang saham pendiri.

Berbeda dengan tariff pajak atas *capital gain* di Amerika serikat, di Indonesia pajak atas kapital gain diperlakukan sebagai biaya transaksi. Sehingga *capital gain* atau *capital loss* tetap harus membayarkan pajak sesuai dengan tarif yang telah ditetapkan. Perbedaan yang sangat besar antara tarif pajak yang dikenai terhadap pembayaran deviden dengan *capital gain* akan menyebabkan beberapa investor lebih menyukai *capital gain* daripada deviden.

3.4.3 Pajak Perusahaan

Bunga yang dibayarkan perusahaan atas utang yang dimiliki merupakan faktor pengurang pajak. Sehingga semakin besar bunga

yang harus dibayarkan kepada kreditur, akan semakin besar pula perusahaan dapat menghemat pajak. Demikian juga halnya jika laba perusahaan dipergunakan untuk berinvestasi (*retained earnings*), tidak akan dikenai pajak. Beban pajak yang harus ditanggung perusahaan dan kesempatan perusahaan untuk menghemat pajak menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan deviden yang akan ditempuh.

3.4.4 Likuiditas Perusahaan

Perusahaan biasanya akan menahan atau memegang beberapa aset lancar seperti kas atau marketable securities, untuk memenuhi kebutuhan perusahaan akan kas baik yang telah direncanakan, maupun yang tidak terencana. Biasanya tingkat return yang diberikan oleh kas atau saham yang dipegang perusahaan adalah rendah, sehingga pengakumulasian aset lancar perusahaan dalam jumlah yang besar tidak menguntungkan. Untuk mengurangi kelebihan aset lancar tersebut dan membayarkannya kepada pemegang saham sebagai deviden atau dipergunakan untuk menutup utang. Sebaliknya perusahaan yang mengalami kekurangan likuiditas akan membatasi pembayaran deviden agar dapat mengamankan posisi kas perusahaan.

3.4.5 Biaya Transaksi Pemegang Saham

Biaya transaksi yang harus ditanggung pemegang saham jika menjual ataupun membeli saham akan menyebabkan pemegang saham

enggan untuk menjual maupun membeli saham. Biaya transaksi tersebut dapat berupa komisi yang harus diberikan kepada pialang maupun waktu yang harus dikorbankan pemegang saham untuk melakukan transaksi. Jika dipandang hanya dari sudut biaya transaksi tanpa memandang pajak yang terjadi jika menerima deviden, pemegang saham mungkin lebih menyukai deviden.

Demikian pula jika pemegang saham mengalami kelebihan dana akibat deviden yang diberikan oleh perusahaan melebihi kebutuhan pemegang saham, maka pemegang saham perlu menginvestasikan kembali kelebihan dana tersebut. Jika akan diinvestasikan dalam bentuk saham maka pemegang saham maka pemegang saham akan kembali dibebani biaya transaksi. Dalam kasus seperti itu, mungkin pemegang saham lebih menyukai jika deviden yang dibayarkan jumlahnya kecil agar pemegang saham tidak perlu menginvestasikan kelebihan dananya.

3.4.6 Biaya Transaksi Pemasalahan

Perusahaan juga menghadapi biaya transaksi jika ingin mendapatkan dana dari bursa efek. Biaya tersebut antara lain biaya Underwriter, komisi bagi para pialang, biaya memperoleh utang dari bank, dan biaya resmi dan akuntansi serta waktu yang dipergunakan manajemen dalam memperoleh biaya dari pihak luar.

Biaya-biaya tersebut dapat dihindarkan jika perusahaan mempergunakan biaya internal yang berasal dan laba ditahan.

Selanjutnya biaya yang ditimbulkan akibat pembayaran deviden seperti biaya pembukuan dan biaya pengiriman uang dapat juga dihindarkan jika perusahaan tidak membayarkan deviden.

3.5 Prosedur Pembayaran Dividen

Besarnya deviden yang dibagikan kepada pemegang saham ditentukan berdasarkan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selanjutnya pembagian deviden tersebut meliputi tahap-tahap sebagai berikut:

3.5.1 Tanggal Pengumuman

Tanggal pengumuman merupakan tanggal saat manajemen mengumumkan jumlah deviden per lembar saham yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya pengumuman ini untuk deviden reguler, dan meliputi hal-hal yang penting seperti besarnya deviden kas per lembar saham tanggal pencatatan, serta tanggal pembayaran. Sebagai contoh sebuah perusahaan menetapkan tanggal pengumuman 18 Juni 1998, tanggal pencatatan 18 Juli 1998, dan tanggal pembayaran 18 Agustus 1998.

3.5.2 Tanggal Pencatatan

Tanggal pencatatan merupakan tanggal saat perusahaan mencatat nama-nama pemegang saham, juga menjadi tanggal saat perusahaan menutup semua buku transfer saham dan menyusun daftar nama-nama pemegang saham. Daftar pemegang saham yang tercatat menjadi panduan bagi perusahaan dalam membagikan deviden.

Pemegang saham yang namanya tercantum dalam daftar tersebut akan mendapat deviden, sedangkan yang tidak tercatat tidak akan menerima deviden.

3.5.3 Tanggal *ex dividend*

Tanggal *ex dividend* adalah tanggal empat hari sebelum tanggal pencatatan deviden. Tanggal *ex dividend* diperlukan karena perusahaan-perusahaan pialang tidak mampu mencatatkan transaksi saham dalam waktu yang singkat. Sehingga ditetapkan bahwa investor yang membeli saham setelah tanggal *ex dividend* akan kehilangan haknya untuk memperoleh deviden. Misalnya tanggal pencatatan adalah tanggal 18 Juli 1998, maka jika investor berniat untuk memperoleh deviden, dia harus membeli saham perusahaan tersebut sebelum tanggal 14 Juli 1998.

3.5.4 Tanggal Pembayaran

Tanggal pembayaran merupakan tanggal saat perusahaan membayarkan deviden kepada pemegang saham yang telah tercatat dalam daftar pemegang saham.

3.6 Eksistensi Pasar Modal di Indonesia

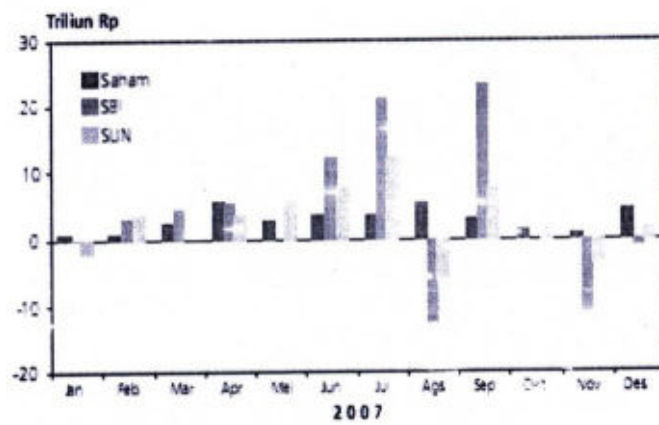
3.6.1 Portofolio Investor Asing

Memasuki semester II 2007, tekanan stabilitas sistem keuangan cenderung membesar terutama karena semakin agresifnya investor asing untuk melakukan profit taking jangka pendek. Perilaku

investasi investor asing tersebut menyebabkan terkoreksinya perkembangan pasar keuangan. Selama semester laporan, penanaman investor asing pada instrumen keuangan rupiah tetap naik yaitu sekitar Rp 49 triliun atau hampir sama dengan peningkatan pada semester sebelumnya. Dengan perkembangan tersebut, selama tahun 2007 penanaman asing pada SBI, SUN dan saham meningkat sekitar Rp 98 triliun, terdiri dari masing-masing Rp 35 triliun (SBI), Rp 29 triliun (SUN) dan Rp 33 triliun (net beli saham). Tetap relatif tingginya yield penanaman rupiah mempertahankan minat investor asing untuk melakukan penanaman pada instrumen keuangan rupiah. Namun demikian, terdapat perubahan perilaku portofolio dari para investor asing yang terutama merupakan manager hedge funds.

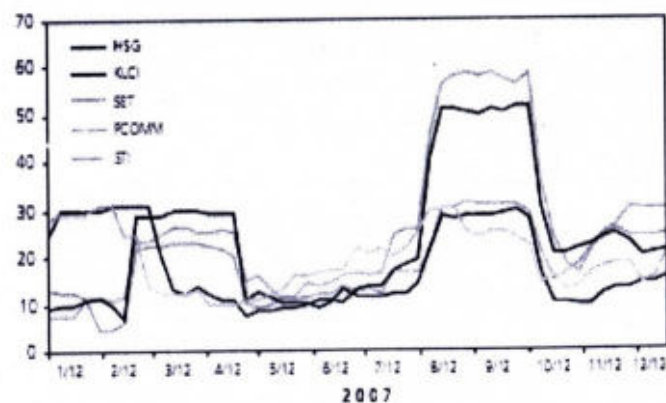
Investor asing menjadi semakin agresif melakukan profit taking jangka pendek serta realisasi keuntungan khususnya dalam rangka menutup kerugian dan portofolio aset keuangan subprime. Perilaku tersebut menyebabkan terjadinya koreksi pasar saham yang cukup signifikan serta meningkatkan volatilitas. Koreksi pasar saham tersebut kemudian turut menjadi sentimen negatif yang berkontribusi pada melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dollar Amerika Serikat.

Inflows pada SUN-SBI-Saham



Gambar 3.1
Inflows pada SUN-SBI-Saham

Volatilitas Bursa Asia



Gambar 3.2
Volatilitas Bursa Asia

3.7 Pasar Saham

Pada semester II 2007 pasar saham global mengalami koreksi signifikan terutama karena kuatnya sentimen negatif dari ekspektasi memburuknya prospek perekonomian AS sebagai dampak krisis subprime

mortgage. Kondisi tersebut berdampak nyata pada bursa emerging markets Asia dan menyebabkan melemahnya perkembangan indeks pada tahun 2007. Bahkan, pada beberapa bursa Asia, khususnya yang perekonomiannya terkait langsung dengan AS, indeks harga saham turun cukup tajam.

Tabel 3.2

Parkembangan Indeks Harga Beberapa Bursa Regional

	Des 06	Jun 07	Des 07	Pertumbuhan	
				Sem II 07	2007
HSG	1.805,25	2.139,28	2.745,83	18,49	28,35
STI	2.985,83	3.548,20	3.445,82	18,83	-2,89
KLCI	1.096,24	1.354,38	1.447,04	23,55	6,84
SET	679,84	776,79	858,13	14,26	10,47
PCOMM	3.940,47	5.148,42	4.422,22	30,65	-14,11
HSCI	2.802,68	3.109,64	3.874,22	10,95	24,59
NKKEL	336,39	356,40	301,09	5,95	-15,52
NASDAQ	3.463,29	2.603,23	2.674,46	-23,78	2,74
DJI	12.463,15	13.443,75	13.365,87	7,87	-0,58
SIASA	6.979,53	13.202,68	18.655,13	89,16	41,32
KOSPI	1.434,46	1.743,60	1.897,13	21,55	8,81

Sumber : Data BEI

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) juga sempat mengalami koreksi tajam sehingga turun sebesar 7% pada Agustus 2007 dan mencapai tingkat terendah yaitu 1.908,64 pada tanggal 17 Agustus. Aktifnya penanaman yang dilakukan investor asing pada saham yang terutama ditujukan untuk profit taking jangka pendek telah mendorong kembali peningkatan harga sehingga IHSG mencapai 2.745,83 pada akhir Desember 2007. Oleh karena itu, secara keseluruhan selama tahun 2007 IHSG tetap menguat sekitar 28%. Secara sektoral, penguatan indeks yang besar terjadi pada sektor pertanian, sektor pertambangan dan sektor aneka industri.

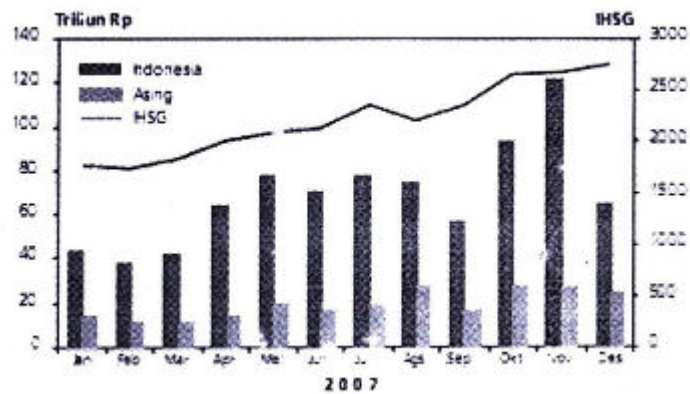
Tabel 3.3

Perkembangan Indeks Harga Saham Sektoral

	Des 06	Jun 07	Des 07	Pertumbuhan (%)	
				Sem II 07	2007
Pertanian	1.10,71	1.680,12	2.754,76	41,10	63,96
Industry Dasar	148,79	196,10	238,05	31,80	21,39
Konstruksi, Properti, RE	120,82	211,72	251,82	75,24	18,94
Konsumsi	390,19	437,01	436,04	12,00	-0,22
Keuangan	204,39	223,14	260,57	9,17	16,77
Infrastruktur	754,54	750,43	874,07	-0,54	16,48
Pertambangan	920,31	1.647,04	3.270,09	78,97	98,54
Aneka industry	282,14	324,96	477,35	15,18	46,90
Jasa Perdagangan.	274,28	387,38	392,24	41,24	1,26

Sumber : Data BEI

Pasar Saham : Nilai Transaksi & IHSG



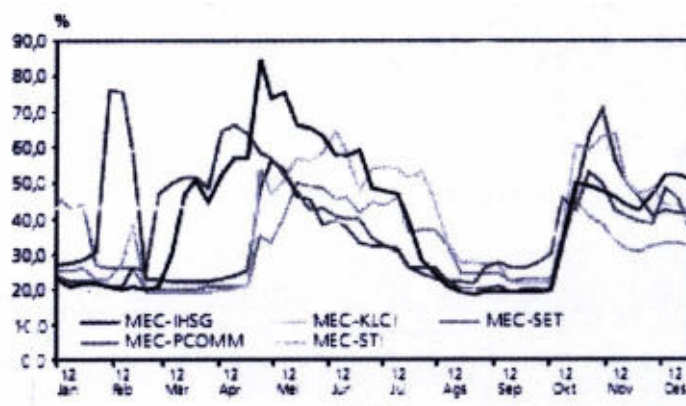
Gambar 3.3

Pasar Saham : Nilai Transaksi dan IHSG

Pada satu sisi, perilaku portofolio investor asing mampu mendorong kenaikan harga, namun di sisi lain telah mengakibatkan semakin volatilnya perkembangan harga. Angka koefisien efisiensi pasar (*market efficiency*

coefficient) untuk bursa emerging market Asia sebagian besar berada di bawah 75%. Hal ini memberikan konfirmasi bahwa memang koreksi pasar telah membuat semakin berfluktuasinya harga dalam jangka pendek, namun pasar tetap cukup memiliki ketahanan sehingga stabilitas perkembangan harga dalam jangka panjang tetap terpelihara.

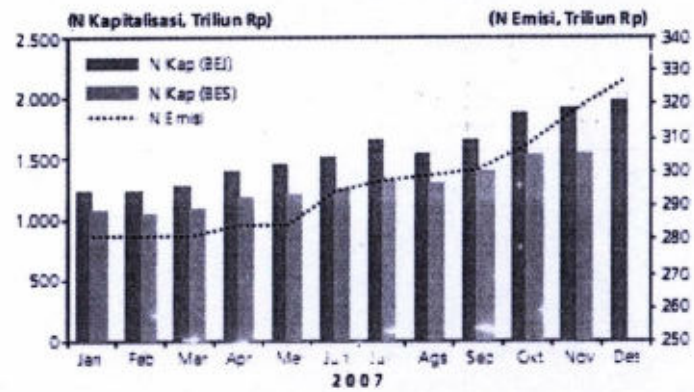
Market Efficiency Coefficient



Gambar 3.4
Market Efficiency Coefficient

Sementara itu, pada tahun 2007 pembiayaan melalui pasar saham mengalami peningkatan sebagaimana tampak pada meningkatnya emisi saham sekitar 17% menjadi sekitar Rp 328 triliun, atau meningkat tajam dibandingkan tahun sebelumnya yang hanya naik sekitar 5%. Pesatnya perkembangan indeks saham telah berkontribusi pada meningkatnya kapitalisasi pasar sebesar 59% menjadi sekitar Rp 1.988,3 triliun. Sementara itu, jumlah perusahaan yang melakukan emisi saham bertambah 24 sehingga menjadi 468 perusahaan.

Pasar Saham: Nilai Kapitalisasi & Nilai Emisi



Gambar 3.5

Pasar Saham : Nilai Kapitalisasi dan Nilai Emisi

BAB IV

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

4.1 Statistik Deskriptif

Hasil analisis deskriptif data dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1

Deskripsi Data Perusahaan Manufaktur (*Go Public di BEI*)

Descriptive Statistics

	Mean	N
DPR	14.20	167
DCL	.12858528	167
ECE	.35743610	167
AGD	13.05	167
CFV	99733.99385	167
ROI	1.7481	167
BETA	.93195	167

Sumber: data diolah

Hasil pengolahan data disajikan selengkapnya pada lampiran. Berdasarkan Tabel 4.1 dapat diketahui bahwa dari data DPR (*dividen payout ratio*) dan 167 perusahaan selama tiga (3) tahun yaitu tahun 2004-2006 menunjukkan bahwa rata-rata DPR selama 3 tahun adalah sebesar 14.20.

4.2 Uji Asumsi Klasik

Ada empat pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini, yaitu uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

4.2.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas (kolinearitas ganda) berarti adanya hubungan linear yang sempurna di antara variabel-variabel bebas dalam model regresi (Supranto, 1984; 5). Korelasi yang kuat antar variabel bebas menunjukkan adanya multikolinearitas. Jika terdapat korelasi yang sempurna di antara variabel bebas, maka konsekuensinya adalah koefisien-koefisien regresi menjadi tidak dapat ditaksir, nilai *standart error* setiap regresi menjadi tidak terhingga (Arief, Sritua, 1993; 23).

Gejala multikolinearitas ini dapat dilihat atau dideteksi dari nilai toleransinya atau nilai VIF (*Variance Inflation Factor*). Kedua ukuran ini menunjukkan variabel bebas mana yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (Karena $VIF = 1/tolerance$), yang menunjukkan adanya kolinieritas yang tinggi. Adanya multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* yang kurang dari 0.1 atau VIF yang lebih besar dari 10.

Pengujian multikolinearitas dari 56 perusahaan selama 3 tahun memberikan hasil seperti ditunjukkan dalam tabel berikut ini :

Tabel 4.2
Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance	VIE	Interpretasi
DCL	0.939	1.065	Tidak ada multikolinearitas
ECE	0.996	1.004	Tidak ada multikolinearitas
AGD	0.903	1.108	Tidak ada multikolinearitas
CFV	0.948	1.055	Tidak ada multikolinearitas
ROI	0.916	1.092	Tidak ada multikolinearitas
BETA	0.948	1.055	Tidak ada multikolinearitas

Sumber: data diolah

Tabel 4.2 menunjukkan seluruh nilai tolerance yang lebih besar dari 0.1 atau nilai VIF (*Variance Inflation Factor*) kurang dari 10. Hal ini berarti bahwa variabel-variabel bebas dalam penelitian yakni DCL, ECE, AGD, CFV, ROI, dan BETA tidak terdapat gejala multikolinearitas.

4.2.2 Uji Heteroskedastisitas

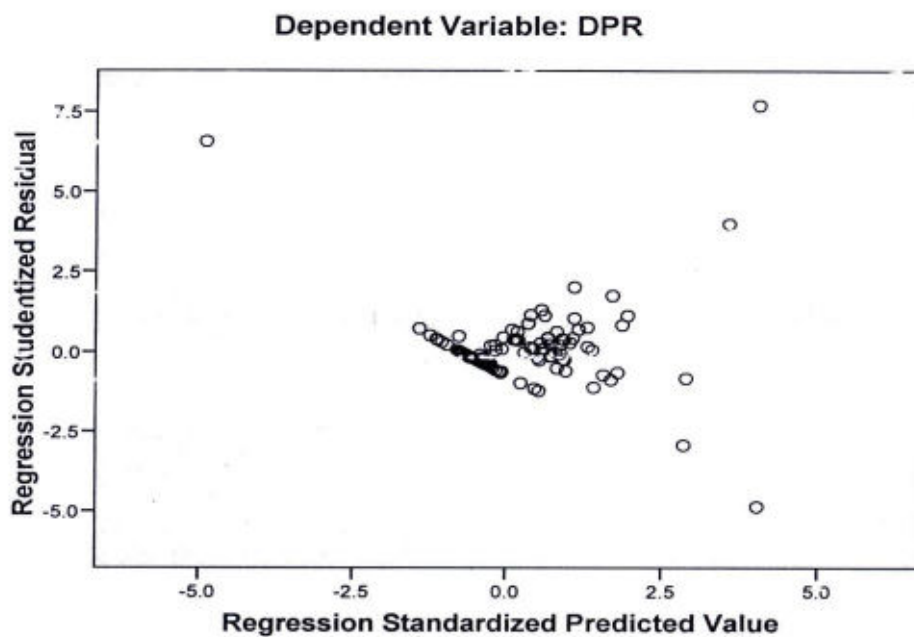
Heteroskedastisitas adalah kondisi dimana seluruh faktor gangguan tidak memiliki varian yang sama. Heteroskedastisitas akan menyebabkan penafsiran koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Pendeteksian ada tidaknya heteroskedastisitas dengan cara melihat diagram pencarnya. Bila ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk suatu pola tertentu dan teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah

angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada gambar 4.1 berikut:

Gambar 4.1

Hasil Uji Heteroskedastisitas

Scatterplot



Sumber : data diolah

Berdasarkan gambar diagram scatterplot di atas (Gambar 4.1), terlihat bahwa data tidak membentuk suatu pola tertentu. Hal ini berarti model penelitian terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

4.2.3 Uji Autokorelasi

Istilah autokorelasi dapat didefinisikan sebagai korelasi antara anggota serangkaian observasi (Gujarati, 1991: 201). Atau dengan kata lain autokorelasi dapat diartikan hubungan yang erat di antara

variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen. Untuk mendeteksi adanya gejala autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji statistik (Durbin Watson).

Pengujiannya adalah:

<1,10 ada Autokorelasi dalam Model

1,10 - 1,54 tidak ada Autokorelasi dalam Model

1,55 - 2,46 tidak ada Autokorelasi dalam Model

2,46 - 2,90 tidak ada kesimpulan.

> 2,91 ada Autokorelasi dalam Model

Berdasarkan perhitungan maka nilai d untuk semua variabel independen adalah sebesar 2.081 berada diantara 1,55 — 2,246. Hal ini berarti antar variabel bisa dipastikan tidak terjadi gejala autokorelasi.

Tabel 4.3

Hasil Uji Autokorelasi

Durbinwatson
2.081

Sumber : Data Diolah

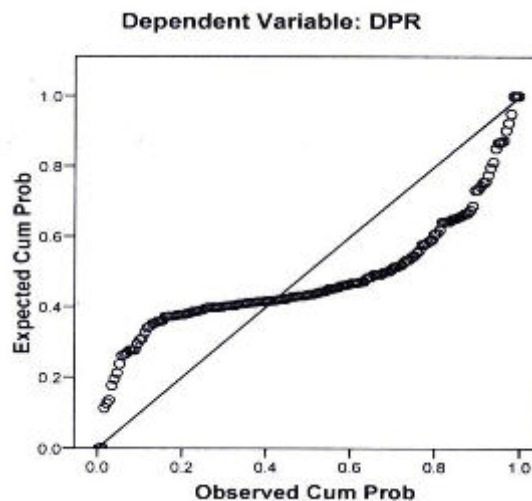
4.2.4 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah distribusi frekuensi (penyebaran data) yang ada mendekati bentuk distribusi normal. Model yang baik adalah model yang dibentuk oleh variabel yang mempunyai atau mendekati distribusi data normal.

Deteksi normalitas dilakukan dengan melihat penyebaran data pada sumbu diagonal dan grafik. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Jika data menyebar dan garis diagonal tidak mengikuti arah garis diagonal, maka regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Hasil uji normalitas dapat dilihat pada gambar 4.2 berikut:

Gambar 4.2
Uji Normalitas
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual
Dependent Variable: DPR
Observed Cum Prob



Sumber: data diolah

Dari grafik di atas, terlihat bahwa titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal. Model regresi ini dapat dikatakan telah

memenuhi asumsi distribusi normal. Hal ini berarti data berdistribusi normal.

Beberapa uji asumsi klasik telah dilakukan, dan hasil uji asumsi klasik tersebut, di dapatkan bahwa model regresi mencapai suatu taksiran yang memiliki sifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Yang berarti bahwa variabel independen merupakan prediktor yang baik bagi variabel dependen.

4.3 Hasil Regresi Berganda

Berikut ini hasil regresi berganda untuk metode *enter*.

Tabel 4.4

Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter*

Koefisien	Nilai	Standar error	t	Sig
Konstanta	3.687	2.145	1.719	0.088
DCL	0.069	2.778	0.025	0.980
ECE	-0.098	0.436	-0.225	0.822
AGD	0.733	0.066	11.125	0.000
CFV	-8.819	0.000	-0.129	0.897
ROI	0.190	0.090	2.108	0.037
BETA	0.779	0.915	0.852	0.396

Uji $R^2 = 0.487$ DCL = Delta Current Liabilities CFV = Cash Flow Variability
 Uji F = 25.279 ECE Expt. Cap. Expenditures ROI = Return of Investment
 Sig. F = 0,000 AGD = Average Growth Div.

Sumber : Data Diolah

Koefisien Determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Atau mengukur berapa

persen variabel dependen yang mampu dipengaruhi oleh variabel independen yang ada pada model tersebut.

Nilai koefisien determinasinya (R^2) dari hasil regresi di atas menunjukkan angka sebesar 0,487. angka ini mempunyai arti bahwa determinasi semua variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen adalah sebesar 48.7 %. Sehingga bagian dari variabel dependen yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model adalah sebesar 51.3 %. Angka ini yang diwakili oleh *error term* (E).

4.4 Pembahasan Hasil Penelitian

4.4.1 Pengaruh Secara Simultan

Uji F (ANOVA) dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara bersama-sama (simultan) dapat berpengaruh terhadap variabel dependen (Algifari; 1997: 63).

Dari uji F diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 4.5

Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter*

ANOVA	
F Hitung	25.279
F sig	0.000
F table	0.05

Sumber : Data Diolah

Dari tabel 4.5 dapat dilihat bahwa besarnya F hitung adalah 2.279 dan tingkat signifikan (sig) F adalah 0,000 lebih kecil dari 0,05,

hal ini dapat dinyatakan bahwa model ini signifikan, artinya bahwa variabel dependen (DPR) dipengaruhi oleh variabel independent secara simultan (bersama-sama). Nilai F yang signifikan juga bermakna bahwa DCI, ECE, AGD, CFV, ROI, dan BETA mempunyai hubungan yang signifikan dengan DPR selama periode pengamatan.

4.5 Pengaruh Secara Parsial

4.5.1 Variabel Delta Current Liabilities

Analisis pengaruh *Delta Current Liabilities* untuk metode *enter*, dan *output* SPSS diketahui bahwa *Delta Current Liabilities* secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. Delta current liabilities mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0.069 yang artinya bahwa hubungan antar *Delta Current Liabilities* dengan DPR adalah searah, artinya ketika *Delta Current Liabilities* meningkat maka DPR akan meningkat. Hal ini tidak mendukung hipotesis yang ada, yang *Delta Current Liabilities-nya* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DPR.

Tabel 4.6

Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter*

Model	B	t	Sig
DCL	0.069	0.025	0.98

Sumber : Data Diolah

4.5.2 Variabel *Expected Capital Expenditures*

Analisis pengaruh *Expected Capital Expenditures* untuk metode *enter*, dan *output* SPSS diketahui bahwa *Expected Capital Expenditures* secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. *Expected Capital Expenditures* mempunyai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar 0.098 yang artinya bahwa hubungan antara *Expected Capital Expenditures* dengan DPR adalah berlawanan, artinya ketika *Expected Capital Expenditures* meningkat maka DPR akan turun. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang ada, yang *Expected Capital Expenditures*-nya mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DPR.

Tabel 4.7

Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter*

Model	B	t	Sig
ECE	-0.098	-0.225	0.822

Sumber : Data Diolah

4.5.3 Variabel *Average Growth in Dividens*

Analisis pengaruh *Average Growth in Dividens* untuk metode *enter*, dan *output* SPSS diketahui bahwa *Average Growth in Dividens* secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. *Average Growth in Dividens* mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0,733 yang artinya bahwa hubungan antara *Average Growth in Dividens* dengan DPR adalah searah, artinya

ketika *Average Growth in Dividens* meningkat maka DPR akan naik. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang ada, yang *Average Growth in Dividensnya* mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DPR. Hal ini disebabkan semakin selektifnya investor dalam berinvestasi, sehingga investor hanya memilih perusahaan yang benar-benar menguntungkan.

Tabel 4.8

Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter*

Model	B	t	Sig
AGD	0.733	11.125	0

Sumber : Data Diolah

4.5.4 Variabel *Cash Flow Variability*

Analisis pengaruh *Cash Flow Variability* untuk metode *enter*, dan output SPSS diketahui *Cash Flow Variability* secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap beta pada α 0,05. *Cash Flow Variability* mempunyai koefisien regresi dengan arah negatif sebesar 8.619 yang artinya bahwa hubungan antara *Cash Flow Variability* dengan DPR adalah berlawanan, artinya ketika *Cash Flow Variability* meningkat maka DPR akan turun. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang ada, yang *Cash Flow Variability-nya* mempunyai pengaruh yang positif terhadap DPR.

Tabel 4.9**Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter***

Model	B	t	Sig
CFV	-8.60E-07	-0.129	0.897

Sumber : Data Diolah

4.5.5 Variabel ROI

Analisis pengaruh ROT untuk metode *enter*, dan *output* SPSS diketahui bahwa ROTO secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. ROT mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0.190 yang artinya bahwa hubungan antara ROT dengan DPR adalah searah, artinya ketika ROT meningkat maka DPR akan meningkat. Hal ini tidak sesuai dengan hipotesis yang ada, yang ROT-nya mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DPR. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya kehati-hatian investor dalam berinvestasi karena pengalaman masa krisis yang membuat investor mengalami kerugian.

Tabel 4.10**Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Metode *Enter***

Model	B	t	Sig
ROI	0.19	2.108	0.037

Sumber : Data Diolah

4.5.6 Variabel Beta

Analisis pengaruh Beta untuk metode *enter*, dan *output* SPSS diketahui bahwa Beta secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. Beta mempunyai koefisien regresi dengan arah positif sebesar 0.779 yang artinya bahwa hubungan antara Beta dengan DPR adalah searah, artinya ketika Beta meningkat maka DPR akan meningkat. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang ada, yang Beta mempunyai pengaruh yang positif terhadap DPR.

Tabel 4.11

Hasil Analisis Regresi Bergaiada dengan Metode *Enter*

Model	B	t	Sig
BETA	0.779	0.852	0.397

Sumber : Data Diolah

Dari uraian di atas dapat ditarik kesimpulan dalam bentuk tabel sebagai berikut:

Tabel 4.12

Rangkuman Hasil Analisis

Var. Independen	Prediksi		Hasil Analisis
DCL	-	+	TS
ECE	-	-	TS
AGD	-	+	Signifikan
CFV	+	-	TS
ROI	-	-	Signifikan
BETA	+	+	TS

Keterangan:

TS = Tidak Signifikan

CFV = Cash Flow Variability

DCL = Delta Current Liabilities

ROI = Return of Investment

ECE = Expt. Cap. Expenditure

AGD = Average Growth Div. -

Sumber : Data Diolah

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel ROT dan *average growth in dividend* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio payout ratio* (DPR), ini berarti bahwa dalam kebijakan pembayaran dividen, manajemen memperhitungkan ROI dan *average growth in dividend* suatu perusahaan sebagai faktor yang mempengaruhinya. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai patokan dalam melihat kebijakan dividen suatu perusahaan apakah membagikan dividen atau tidak membagikan tergantung pada ROI dan *average growth in dividend*.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang menguji pengaruh variabel-variabel keuangan terhadap pembayaran dividen saham di Bursa Efek Jakarta. Adapun variabel-variabel keuangan yang digunakan meliputi *delta current liabilities*, *ROI*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, *cash flow variability*, dan beta.

Dari hasil uji F dapat diketahui bahwa variabel independen secara serentak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), dengan demikian ada pengaruh yang signifikan secara simultan terhadap variabel *delta current liabilities*, *ROI*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, *cash flow variability* dan beta terhadap *dividend payout ratio* (DPR) di Bursa Efek Indonesia.

Analisis pengaruh Delta Current Liabilities, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh Expected Capital Expenditures, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh Cash Flow Variability, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap beta pada $\alpha = 0,05$. Analisis pengaruh beta, secara parsial tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap DPR pada $\alpha = 0,05$.

Berdasarkan hasil analisis tersebut, hanya sub hipotesis alternatif empat dan enam yaitu bahwa variabel *average growth in dividend* dan ROI berpengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen saham dengan demikian hipotesis 6 yang menyatakan bahwa variabel ROT berpengaruh negative terhadap dividend payout ratio (DPR) diterima namun dengan pengaruh yang positif, dan hipotesis 4 yang menyatakan bahwa variabel *average growth in dividend* berpengaruh negative terhadap *dividend payout ratio* (DPR) diterima namun dengan pengaruh yang positif. Hal ini menunjukkan bahwa dalam berinvestasi, investor semakin berhati-hati dalam memilih perusahaan. Perusahaan yang memberikan keuntungan yang pasti akan dipilih oleh investor.

5.2 Kelemahan dan Saran

Kelemahan dan saran dalam penelitian ini antara lain sebagai berikut.

- a. Penelitian ini terdapat nilai beta suatu saham yang sangat rendah dan yang sangat tinggi, penelitian serupa selanjutnya menentukan standar besar range nilai beta.
- b. Variabel dividend payout ratio dalam penelitian ini, ada yang bernilai nol, penelitian serupa selanjutnya menetapkan standar nilai dividen payout ratio, agar tidak terdapat nilai nol.
- c. Jumlah sampel yang terbatas yaitu perusahaan manufaktur saja, penelitian serupa selanjutnya dapat menambah jumlah sampel yang terbatas dengan menambah sampel dan kategori industri yang lain.

- d. Dalam penelitian ini tahun pengamatan terbatas yaitu hanya 3 tahun, penelitian serupa selanjutnya dapat menambah jumlah tahun pengamatan.
- e. Nilai koefisien determinasinya (R^2) dari hasil regresi di atas menunjukkan angka sebesar 0,487. angka ini mempunyai arti bahwa determinasi semua variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen adalah sebesar 48.7 %. Sehingga bagian dari variabel dependen yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel independen yang ada dalam model adalah sebesar 51.3 %. Penelitian serupa selanjutnya harus menambah jumlah variabel dependen.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Kasim L; A. Qayyum Khan; dan Gabriel G. Ramirez, 1993, "***Determinant of Corporate Dividend Policy; A Factorial Analysis***", *The Financial Review* Vol. 28, P. 523-547.
- Bhattacharya, S., 1979, "***Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy***", *Bell Journal of Economics*; p. 259-270
- Cooper D.R. and C.E. Emory, 1995, "***Business Research Methods***", Fifth Edition, Richard D. Irwin Inc.
- Efendri, 1993, "***Faktor-faktor yang Dipertimhankan Dalam Kebijakan Pembayaran Dividen oleh Perusahaan-Perusahaan "Go Publik" Di Indonesia***", Tesis, UGM, Tidak Publis
- Gujarati, D.N., 1995, "***Basic Econometrics***", Third Edition, McGraw-Hill Inc, New York.
- Helfert, A. Eric, 1997, "***Teknik Analisis Keuangan, Petunjuk Praktis untuk Mengelola dan Mengukur Kinerja Perusahaan***", Edisi Delapan, Erlangga, Jakarta.
- Hendriksen, Eldo 5, 1977, "***Accounting Theory***", Third Edition, Illionis: Richard D. Irwin Inc.
- Husnan, Suad, 1993, "***Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas***", UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jogyanto HM, 2000, ***Teori Portofolio dan Analisis Investasi***, BPFE, Yogyakarta.
- Machfoedz, Mas'ud dan Ainun Naim, 1996, "***Peran Pasar Modal Dalam Perekonomian Indonesia, Kajian Isu Kontemporer Pembangunan Indonesia-Economic Overheating***", PAU-Studi Ekonomi, Magister Manajemen UGM.
- Miller, M., dan F. Modigliani, 1961, "***Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares***", *Journal of Business*, p. 433-443
- Ramli, Ishak, 1994, "***Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Industri Manufactur di bursa Efek Jakarta***", Pustaka FE Univ. Tarumanegara.
- Rozzef, M, 1982, "***Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio***", *Journal of Financial Research*, p. 249-259.

Santoso, Singgih, 1998, *Aplikasi Exel dalam Statistik Bisnis*, Elex Media Komputindo, Jakarta.

Setyawan, Widyantoro, 1995, "*Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen Pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*", Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada.

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Saya yang bertanda tangan dibawah ini

N a m a : Sabar Napitupulu
 Tempat/tgl lahir : Sitinjak, 27 Mei 1969
 A g a m a : Kristen
 Kewarganegaraan : Indonesia
 Status : Menikah dengan 3 (tiga) anak
 Pekerjaan : Dosen Pegawai Negeri Sipil
 Alamat Rumah : Jln. Kusuma Utara XIV Blok 39C No.9 Rt.017/017
 Perumahan Wisma Jaya Kelurahan Duren Jaya Bekasi
 Timur 17111
 Telephone 021-88354269 HP. 08161843917 / 081807995070

PENDIDIKAN

1. Tahun 2007 – sekarang Magister Akuntansi, Konsentrasi Akuntansi Manajemen dan Pengendalian Manajemen pada STIE Swadaya Jakarta
2. Tahun 2002 – 2005 Magister Manajemen, Konsentrasi Manajemen Keuangan pada STIE Tri Dharma Widya Jakarta
3. Tahun 1996 – 2002 Fakultas Ekonomi Jurusan Manajemen Universitas Kertanegara Jakarta
4. Tahun 1991 – 1995 Fakultas Teknik Jurusan Teknik Sipil Universitas Borobudur Jakarta

PENGALAMANKERJA

1. Dosen DPK Kopertis Wilayah III Jakarta pada STIE Swadaya Jakarta
2. Tenaga Struktural pada STIE Swadaya Jakarta (Kabag BAA)
3. Staff Pengajar pada Universitas Surapati kelompok Cikarang
4. Staff Pengajar pada Universitas Kertanegara kelompok Cikarang
5. Staff Pengajar pada STIE Dwipacana kelompok Cikarang
6. Staff Pengajar pada STIE Gotong Royong kelompok Cikarang

Penelitian yang telah dilakukan

1. Tinjauan Terhadap Faktor-faktor Penyebab Kecelakaan pada Ruas Tol Jakarta Cikampek (1995)
2. Pengaruh Iklan Terhadap Peningkatan Tabungan Batara Pada PT. Bank Tabungan Negara (Persero) (2002)
3. Pengukuran Kesehatan Bank Melalui Analisa Rentabilitas dan Likuiditas Pada PT. Bank BNI 1946 (Persero) (2005)

Buku Ajar dan Hand Out untuk

1. Matematika Ekonomi dan Bisnis
2. Matematika Keuangan
3. Statistik Ekonomi

Jakarta, Maret 2009
Yang bersangkutan

Sabar Napitupulu