

**PENGARUH INSIDER OWNERSHIP, INSTITUTIONAL OWNERSHIP,
DISPERSION OF OWNERSHIP, TINGKAT PERTUMBUHAN
PERUSAHAAN, DAN RISIKO PERUSAHAAN TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR
DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2003-2006**

Christina Heti Tri Rahmawati
*Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi
Universitas Widya Mandala Madiun*

ABSTRACT

To know partially the effect of insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, degree of firm growth, and firm risk on dividend policy in firms that listed at Indonesia Stock Exchange of 2003–2006 period is the main purpose of this research. The other purpose is to know simultaneously the effect of insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, degree of firm growth and firm risk on dividend policy in firms that listed at Indonesia Stock Exchange of 2003-2006 period.

The population of this research was all the firms that listed at Indonesia Stock Exchange of 2003-2006 period namely, 266 in number. The sample, 35 firms, was taken by the use of purposive sampling method. The technique of data collection used was documentation. The data were obtained from center of stock exchange data, Faculty of Economics and Business, Gadjah Mada University of Yogyakarta. The data analysis made use of multiple linear regression method.

The results showed that partially insider ownership had a negative effect on and was not significant to dividend policy. Institutional ownership had a positive effect on but was not significant to dividend policy. Dispersion of ownership had a positive effect on but was not significant to dividend policy. Degree of firm growth had a negative effect on and was significant to dividend policy. Firm risk had a negative effect on but was significant to dividend policy. Simultaneously insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, degree of firm growth, and firm risk had a positive effect on and were significant to dividend policy.

Key words : *insider ownership, institutional ownership, dispersion of ownership, degree of firm growth, firm risk, and dividend policy.*

A. Pendahuluan

1. Latar Belakang

Dividen merupakan informasi yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal. Dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan

untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa yang akan datang. Lintner (1956) seperti dikutip Aryani (2001) perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan karena penurunan dividen akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana). Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba tinggi kemungkinan juga mempunyai fluktuasi pembayaran dividen yang tinggi, hal ini akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya jika dividen turun. Untuk menghindari hal itu, perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi (berisiko tinggi) biasanya cenderung membayar dividen rendah, agar tidak terjadi pemotongan dividen kalau laba perusahaan turun (Hartono, 2003).

Jensen & Meckling (1976) seperti dikutip Susilawati (2000) menyatakan bahwa penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer cenderung mengambil keputusan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh dengan tujuan agar perusahaan mengalami pertumbuhan tinggi. Kepentingan ini seringkali tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham. Semakin tinggi dividen yang dibagikan berarti semakin sedikit laba yang ditahan, akibatnya menghambat tingkat pertumbuhan perusahaan dalam pendapatan dan harga saham. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat mungkin terjadi, karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis. Begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, risiko sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak

menanggung risiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal, sehingga menimbulkan masalah keagenan.

Kebijakan dividen terkait juga dengan hubungan antara manajer dengan pemegang saham. Kepentingan pemegang saham dan manajer dapat berbeda dan mungkin bisa menimbulkan konflik, misalnya manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya, sedangkan pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar. Konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Pada sudut pandang pemilik, upaya untuk mengurangi biaya yang timbul dengan kebijakan dividen. Keown, et.al (2000) seperti yang dikutip Wahyuni & Minaya (2004), dengan pembayaran dividen secara tidak langsung menghasilkan proses monitoring yang lebih dekat terhadap investasi yang dilakukan pihak manajemen.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, tetapi kenyataannya masalah keagenan dapat terjadi pada saat tujuan tersebut diimplementasikan. Masalah keagenan dipengaruhi oleh banyak faktor. Menurut Demsey & Laber (1992) seperti dikutip Susilawati (2000), masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*, yakni pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, maka perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil, mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati, karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi yang mungkin timbul dari keputusan yang mereka

buat. Adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan dapat menurunkan biaya keagenan.

Untuk mengatasi masalah keagenan, Fama & Jensen (1983) seperti dikutip Aryani (2001), menganjurkan pentingnya mekanisme pengawasan dalam perusahaan. Salah satu mekanisme pengawasan tersebut dengan mengaktifkan *monitoring* melalui investor-investor institusional. *Institutional ownership* akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Hal ini sesuai dengan Bathala, et.al (1994) seperti dikutip Fauzan (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional merupakan suatu agen pengawasan yang penting serta mampu melakukan peran aktif yang konsisten dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan.

Masalah keagenan juga dipengaruhi oleh penyebaran pemegang saham (*dispersion of ownership*). Pemegang saham yang semakin menyebar akan mengakibatkan kesulitan dalam proses *monitoring* perusahaan. Akibatnya masalah keagenan muncul, terutama karena adanya *asymmetric information*. Sebaliknya pemegang saham yang semakin terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja akan mempermudah proses *monitoring* dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan, sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi masalah keagenan.

Dividen berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan yang dapat menurunkan masalah keagenan, karena menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995) seperti dikutip Susilawati (2000) dengan pembayaran

dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka, sehingga akan mengurangi konflik. Akan tetapi meskipun pembayaran dividen dapat menurunkan permasalahan keagenan, di sisi lain justru menimbulkan biaya, karena aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividen. Usaha untuk mendapatkan dana eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut biaya transaksi.

Pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi menunjukkan perusahaan sedang mengalami pertumbuhan dan memiliki banyak kesempatan investasi. Kesempatan investasi yang banyak, membutuhkan pendanaan yang besar, sehingga perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Untuk mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen. Apabila masih ada peluang investasi yang bisa diambil lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut (Holder, Langlehr & Hexter, 1998; dalam Aryani, 2001).

Biaya transaksi menurut Demsey & Laber (1992) seperti dikutip Raharjo (2005) juga dipengaruhi oleh risiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Risiko yang semakin besar membuat perkiraan profitabilitas saat ini dengan profitabilitas masa depan yang diharapkan menjadi kurang pasti. Investor menginginkan tingkat

keuntungan yang tinggi untuk dana yang diinvestasikan di perusahaan yang memiliki risiko yang besar dan akan membebankan biaya transaksi yang besar pula. Jika biaya transaksi yang ditanggung perusahaan tinggi sebagai akibat dari tingginya risiko perusahaan, maka perusahaan sebaiknya tidak membayarkan dividen yang besar, sehingga kebutuhan dana dapat tercukupi dari dana internal dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal dengan membayar biaya transaksi yang tinggi.

Penelitian tentang faktor-faktor keagenan antara peneliti yang satu dengan peneliti yang lain masih berbeda-beda hasilnya. Penelitian yang dilakukan Wahyuni & Minaya (2004) dan Raharjo (2005) menemukan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan banyak penelitian lain, seperti yang dilakukan Susilawati (2000), Aryani (2001) dan Kartini & Romlah (2006) menyebutkan bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Ketidakkonsistenan hasil penelitian juga terdapat pada faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi. Penelitian yang dilakukan Susilawati (2000), Aryani (2001) dan Kartini & Romlah (2006) menemukan variabel tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan penelitian yang dilakukan Raharjo (2005) menemukan tingkat pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian sebelumnya yang tidak konsisten tersebut dengan data pasar modal yang relatif bertumbuh pascabadaai krisis

ekonomi, adanya kesulitan investor memprediksi dividen sebagai basis pengambilan keputusan investasi serta adanya kepentingan investor yang diabaikan oleh manajer, maka penelitian ini menarik untuk dikaji lebih mendalam.

2. Rumusan Masalah

Permasalahan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

- a. Bagaimana pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan secara parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006?
- b. Bagaimana pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006?

3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui secara parsial dan simultan pengaruh *insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2003-2006.

4. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini adalah memberikan informasi efektif, sehingga dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan bagi calon investor dalam mengambil keputusan sebelum berinvestasi. Dengan mempertimbangkan kebijakan dividen, investor tidak akan dirugikan jika suatu

saat keuntungan yang diperoleh perusahaan menurun yang menyebabkan dividen yang diterima rendah. Selain itu, penelitian ini dapat digunakan oleh manajer keuangan pada perusahaan manufaktur sebagai pertimbangan keputusan dalam menentukan kebijakan dividen.

B. Tinjauan Pustaka

1. *Insider Ownership*

Insider ownership adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Demsey & Laber (1992) seperti dikutip Kartini & Romlah (2006), menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan yang berarti perusahaan cenderung membayar dividen tinggi, jika manajer memiliki proporsi saham lebih rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi, maka menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga diperlukan peningkatan dividen.

Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar, membayar dividen dalam jumlah kecil, sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil dan dapat menghindari perilaku *opportunistik* manajer, karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi yang dilakukan, hal ini akan menurunkan masalah keagenan. Menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995)

seperti dikutip Susilawati (2000), dividen sebagai salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan. Jika masalah keagenan sudah turun sebagai akibat dari peningkatan jumlah saham yang dimiliki *insider*, maka dividen tidak perlu dibayarkan pada tingkat rasio tinggi.

2. *Institutional Ownership*

Institutional ownership adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi, seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, maupun perusahaan lain. Hasil studi Moh'd, et.al (1998) seperti dikutip Aryani (2001) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham di antara pemegang saham dari luar salah satunya adalah *institutional ownership*, yang dapat mengurangi biaya-biaya dalam masalah keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menantang keberadaan manajemen, maka penyebaran *power* menjadi suatu hal yang relevan. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional, sehingga dapat mengurangi perilaku *opportunistic* manajer.

Menurut Cruthcley, et.al (1999) seperti dikutip Hanafi (2004), kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dividen yang lebih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan selalu berusaha mengurangi mekanisme kendali konflik keagenan yang berlebihan.

3. *Dispersion of Ownership*

Dispersion of ownership merupakan pemegang saham biasa atau disebut pemilik luar yang diwakili oleh jumlah pemegang saham. Setiap pemegang saham diwakili oleh satu kelompok. *Dispersion of ownership* diwakili oleh *variance* kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham, yang menunjukkan bahwa nilai *dispersion of ownership* yang kecil berarti kepemilikan saham di perusahaan semakin terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja. Semakin terkonsentrasinya kepemilikan saham ini akan mempermudah *monitoring* dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan, sehingga dapat mengurangi masalah keagenan dan ini akan berimplikasi pada pembayaran dividen yang rendah.

4. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Miller & Rock (1985) seperti dikutip Kartini & Romlah (2006) menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal yang sering digunakan manajer untuk menunjukkan pertumbuhan perusahaan di masa depan. Pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mencerminkan perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan memiliki banyak kesempatan investasi. Kesempatan investasi yang banyak menimbulkan dana yang besar, sehingga perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Untuk mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal akan menimbulkan biaya transaksi.

Holder, Langlehr & Hexter (1998) seperti dikutip Raharjo (2005), biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk

membayarkan dividen. Jika masih ada peluang investasi yang masih bisa diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut, sehingga hubungan dividen dengan tingkat pertumbuhan perusahaan adalah berbanding terbalik, karena arah ini menunjukkan jika pertumbuhan meningkat akibatnya dividen akan menurun. Hal tersebut dikarenakan untuk membiayai pertumbuhan diperlukan dana yang besar, maka dividen yang dibagikan akan menurun.

5. Risiko Perusahaan

Risiko perusahaan diukur dengan menggunakan *Beta* (β). *Beta* adalah pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar (Hartono, 2003). Demsey & Laber (1992) seperti dikutip Kartini & Romlah (2006), biaya transaksi yang tinggi juga dipengaruhi oleh risiko bisnis yang dihadapi perusahaan. Investor akan membebankan suatu tingkat keuntungan yang tinggi untuk menginvestasikan dananya di perusahaan yang memiliki risiko yang besar dan akan membebankan biaya transaksi yang besar pula. Jika biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan tinggi sebagai akibat dari tingginya risiko perusahaan, maka perusahaan sebaiknya tidak membayarkan dividen yang besar, sehingga kebutuhan dana dapat tercukupi dari dana internal dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal dengan membayar biaya transaksi yang tinggi.

Risiko bisnis yang dihadapi perusahaan Lintner (1956) dalam Hartono (2003) memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena 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 turun.

Perusahaan yang mempunyai risiko tinggi cenderung untuk membayar *dividend payout* lebih kecil, karena perusahaan yang berisiko tinggi memiliki probabilitas untuk mengalami laba yang menurun. Maka dapat disimpulkan bahwa adanya hubungan negatif antara risiko dan *dividend payout*, yaitu apabila risiko tinggi maka *dividend payout*-nya rendah.

6. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan konsep teori yang telah dipaparkan di atas, maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1,2,4,5 : Terdapat pengaruh negatif *insider ownership*, *institutional ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006.

H3 : Terdapat pengaruh positif *dispersion of ownership* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006.

H6 : Terdapat pengaruh positif *insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2006.

C. Metode Penelitian

1. Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2003 sampai dengan 2006, kecuali perusahaan pada sektor keuangan. Populasi penelitian ini 266 perusahaan. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria sampel penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2003-2006, kecuali perusahaan-perusahaan pada sektor keuangan; perusahaan memiliki *percentage insider ownership*, *percentage institutional ownership*, dan nilai *variance dispersion of ownership*; perusahaan pada tahun 2003–2006 membayarkan dividen; perusahaan memiliki beta positif. Sampel penelitian ini 35 perusahaan.

2. Definisi Operasional Variabel dan Indikator Pengukuran Variabel

Variabel *insider ownership* diberi simbol *Insider*. *Insider ownership* adalah persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (Setyawan, 1999). Rumus yang digunakan adalah jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur dibagi dengan total saham (Crutchley & Hansen, 1998; dalam Susilawati, 2000).

Variabel *institutional ownership* diberi simbol *Instit*. *Institutional ownership* adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi. Rumus yang digunakan adalah jumlah saham dimiliki institusional dibagi dengan total saham (Fama & Jensen, 1983; dalam Aryani, 2001).

Variabel *Dispersion of Ownership* diberi simbol *Dispersion*. Penyebaran pemegang saham diukur dengan menggunakan *variance* dari data persentase

kepemilikan saham. Dalam hal ini para pemegang saham dipertimbangkan sebagai kelompok di mana setiap pemegang saham mewakili satu kelompok (Setyawan, 1999). Rumus yang digunakan adalah (Susilawati, 2000):

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

di mana : X_i adalah persentase kepemilikan saham tiap kelompok, X adalah rata-rata persentase kepemilikan saham, dan n adalah jumlah data.

Variabel tingkat pertumbuhan perusahaan diberi simbol *Growth*. Indikator tingkat pertumbuhan perusahaan diukur dengan tingkat pertumbuhan perusahaan di tahun yang akan datang (Moh'd, Perry & Rimbey, 1995; dalam Susilawati, 2000). Rumus yang digunakan adalah (Susilawati, 2000):

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

di mana : S_t adalah penjualan tahun t dan S_{t-1} adalah penjualan tahun $t-1$ (tahun sebelumnya).

Variabel risiko perusahaan diberi simbol *Beta* (β). Risiko perusahaan diukur menggunakan *Beta*. *Beta* merupakan suatu pengukur *volatilitas return* suatu sekuritas terhadap return pasar (Hartono, 2003). *Beta* untuk masing-masing saham perusahaan diperoleh dari hasil regresi berdasarkan model indeks tunggal. Untuk menghitung *beta* saham menggunakan rumus:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i (R_m) + e_i$$

di mana: R_i adalah *return* dari saham i pada minggu ke- t , α_i adalah intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke- i , β_i adalah *beta* untuk masing-masing

saham ke- i , R_m adalah *return* pasar pada minggu ke- t , dan e_i adalah kesalahan residu pada persamaan regresi tiap perusahaan ke- i pada minggu ke- t .

3. Teknik Analisis Data

Teknik pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program SPSS 15. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi berganda yang akan dilakukan bebas dari pelanggaran uji asumsi klasik, yaitu uji normalitas data, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas, dan uji autokorelasi.

D. Hasil Penelitian dan Pembahasan

1. Hasil Analisis Deskriptif

Besarnya *insider ownership* antara 0,0000001 sampai 0,57268 pada standar deviasi 0,09341998. Perusahaan dengan *insider ownership* terendah terdapat pada PT. United Tractors Tbk tahun 2006, sedangkan *insider ownership* tertinggi terdapat pada PT. Jaya Pari Steel Tbk tahun 2006. Besarnya *institutional ownership* antara 0,07048 sampai 0,97948 pada standar deviasi 0,16683820. Perusahaan dengan *institutional ownership* terendah terdapat pada PT. Rig Tenders Indonesia Tbk tahun 2003 sedangkan *institutional ownership* tertinggi terdapat pada PT. Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk tahun 2005 dan 2006.

Besarnya *dispersion of ownership* antara 0,00476 sampai 0,24316 pada standar deviasi 0,05422377. Perusahaan dengan *dispersion of ownership* terendah terdapat pada PT. Jaya Pari Steel Tbk tahun 2005 sedangkan *dispersion of ownership* tertinggi terdapat pada PT. Kimia Farma Tbk tahun 2006. Besarnya tingkat pertumbuhan perusahaan antara -0,25743 sampai 2,57969 pada standar

deviasi 0,27454271. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan perusahaan terendah terdapat pada PT. Petrosea Tbk tahun 2006 sedangkan tingkat pertumbuhan perusahaan tertinggi terdapat pada PT. Pan Brother Tex Tbk tahun 2005.

Besarnya risiko perusahaan antara 0,03767 sampai 1,87557 pada standar deviasi 0,45297023. Perusahaan dengan risiko perusahaan terendah terdapat pada PT. Pan Brother Tex Tbk tahun 2006 sedangkan risiko perusahaan tertinggi terdapat pada PT. Summarecon Agung Tbk tahun 2004.

2. Hasil Uji Asumsi Klasik

Pada penelitian ini sampel yang digunakan 35 sampel. Berdasarkan theorem nilai pusat, jika ukuran sampel cukup besar (≥ 30) maka untuk menguji validitas data diperbolehkan tanpa asumsi normalitas (Arsyad, 2001:181). Berdasarkan kriteria pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi dari hasil pengujian Durbin Watson, nilai 1,625 berada di antara 1,55 sampai 2,46, maka disimpulkan bahwa model regresi yang diajukan pada penelitian ini tidak terdapat gejala autokorelasi.

Dari hasil uji heteroskedastisitas diperoleh hasil pada diagram pencar (*scatterplot*) tidak ada pola yang jelas dan titik-titik menyebar di atas dan di bawah nol pada sumbu Y. Dari hasil tersebut disimpulkan bahwa persamaan model regresi tidak mengandung masalah heteroskedastisitas. Dari hasil uji multikolinieritas disimpulkan bahwa nilai *tolerance* mendekati 1 dan nilai VIF tidak ada yang lebih besar dari 5, sehingga dapat disimpulkan persamaan model regresi tidak terdapat masalah multikolinieritas dan layak untuk analisis lebih lanjut.

3. Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Hasil uji parsial hipotesis pertama diperoleh nilai t-hitung -1,590 dengan nilai signifikansi 0,114. Jika dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan 5 %, berarti signifikansi t-hitung lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,114 > 0,05$). Jadi *insider ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis pertama ditolak. Hasil uji parsial hipotesis kedua diperoleh nilai t-hitung -3,954 dengan signifikansi 0,000. Jika dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan 5 %, berarti signifikansi t-hitung lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,000 < 0,05$). Jadi *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua diterima.

Hasil uji parsial hipotesis ketiga diperoleh nilai t-hitung 1,097 dengan nilai signifikansi 0,275. Jika dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan 5 %, berarti signifikansi t-hitung lebih besar dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,275 > 0,05$). Jadi *dispersion of ownership* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hasil uji parsial hipotesis keempat diperoleh nilai t-hitung -3,048 dengan signifikansi 0,003. Jika dibandingkan dengan tingkat signifikansi yang diharapkan 5 %, berarti signifikansi t-hitung lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,003 < 0,05$). Jadi tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis keempat diterima.

Hasil uji parsial hipotesis kelima diperoleh nilai t-hitung -3,151 dengan nilai signifikansi 0,002. Jika dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan 5 %,

berarti signifikansi t-hitung lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,002 < 0,05$). Jadi risiko perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kelima diterima. Berdasarkan hasil uji simultan menunjukkan nilai F-hitung 5,496 dengan signifikansi 0,000. Apabila dibandingkan tingkat signifikansi yang diharapkan yaitu 5 % berarti signifikansi F-hitung lebih kecil dari tingkat signifikansi yang diharapkan ($0,000 < 0,05$). *Insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan secara bersama-sama berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis keenam diterima.

E. Kesimpulan dan Saran

Berdasarkan hasil analisis data penelitian ini, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut: (1) *insider ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen; (2) *institutional ownership*, tingkat pertumbuhan dan risiko perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, (3) serta *dispersion of ownership* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil uji F-hitung diperoleh kesimpulan *insider ownership*, *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, tingkat pertumbuhan perusahaan dan risiko perusahaan secara bersama-sama berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Saran yang dapat diberikan bagi investor untuk mengambil keputusan investasi disarankan memperhatikan variabel *institutional ownership*, tingkat

pertumbuhan perusahaan, dan risiko perusahaan, karena ketiganya memberikan kontribusi sangat signifikan; penelitian selanjutnya perlu menambah variabel, seperti *free cash flow* dan *collaterizable assets* yang diperkirakan mempengaruhi kebijakan dividen, serta bagi manajemen sebaiknya mempertimbangkan keputusan dalam menentukan kebijakan dividen, yakni menentukan besar kecilnya *dividend payout ratio*, karena dengan pembagian dividen yang tinggi akan dapat mengurangi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Aryani, Ni Luh Gita. (2001). “Pengaruh Faktor – Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen”. *Tesis tidak diterbitkan*. Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.
- Arsyad, L. 2001. *Peramalan Bisnis Edisi Pertama*. Yogyakarta: BPFE.
- Fauzan. 2002. “Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Voumel 1, No 2, September 2002*. Hlm 114-138.
- Gujarati, D. 2001. *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hanafi, Mamduh M. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hartono, J. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi Ketiga*. Yogyakarta: BPFE.
- Raharjo, Fitriana Santo. (2005). “Analisis Dampak Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen”. *Skripsi tidak diterbitkan*. Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Kartini & Romlah. 2006. “Analisa Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen”. *Jurnal Aplikasi Bisnis Vol 6, No 9, September 2006*. Hlm 689-702.

Setyawan, I.R. (1999). "Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal". *Tesis tidak diterbitkan*. Program Pasca Sarjana Universitas Gadjah Mada.

Susilawati, C. E. 2000. "Dampak Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen". *Jurnal Siasat Bisnis Vol 2, No 5*. Hlm 111-126.

Wahyuni, Endang Dwi & Minaya. (2004). "Pengaruh *Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collaterizable Assets* dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Media Ekonomi Vol 14, No 21*, Agustus 2004. Hlm 261-280.

LAMPIRAN

Hasil Analisis Regresi

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Beta, Growth, Dispersion, Insider, Instit	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.413 ^a	.170	.139	.32926331	1.625

a. Predictors: (Constant), Beta, Growth, Dispersion, Insider, Instit

b. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.144	.172		6.663	.000
	Insider	-.555	.349	-.146	-1.590	.114
	Instit	-.884	.224	-.415	-3.954	.000
	Dispersion	.663	.605	.101	1.097	.275
	Growth	-.312	.103	-.242	-3.048	.003
	Beta	-.208	.066	-.266	-3.151	.002

a. Dependent Variable: DPR

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.979	5	.596	5.496	.000 ^a
	Residual	14.528	134	.108		
	Total	17.507	139			

a. Predictors: (Constant), Beta, Growth, Dispersion, Insider, Instit

b. Dependent Variable: DPR