

---

# ANALISA PENGARUH FAKTOR-FAKTOR KEAGENAN DAN FAKTOR-FAKTOR BIAYA TRANSAKSI TERHADAP RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN

Oleh:  
Kartini dan Romlah  
Universitas Islam Indonesia

---

## ABSTRAK

---

*Penelitian ini merupakan replikasi penelitian sebelumnya dan bertujuan untuk mengetahui pengaruh faktor-faktor keagenan (insider ownership dan shareholder dispersion) dan faktor-faktor biaya transaksi (pertumbuhan perusahaan dan risiko) terhadap rasio pembayaran dividen. Model analisis yang digunakan adalah model regresi berganda. Pengujian hipotesis dilakukan setelah model regresi ini bebas dari pelanggaran asumsi klasik. Dua kesimpulan utama yang bisa ditarik dari penelitian ini: pertama bahwa variabel dari faktor-faktor keagenan tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Kedua bahwa variabel dari faktor-faktor biaya transaksi berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.*

*Keywords: Agency problem, transaction cost, dividend, insider ownership, shareholder dispersion, company's growth and the company's risks*

---

## A. PENDAHULUAN

---

Pengendalian perusahaan dewasa ini sering diserahkan kepada manajer (agen) profesional yang bukan pemilik perusahaan. Pemilik perusahaan tidak mampu mengendalikan perusahaan karena keterbatasannya untuk mengelola perusahaan yang semakin maju dan kompleks.

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan pada agen (Brigham, 1998). Teori keagenan menurut Jensen dan meclingg (1976) adalah hubungan antara pemberi kerja (principal) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer (agen).

Penunjukkan manajer (agen) oleh pemegang saham (stockholder) untuk mengelola perusahaan, menurut Jensen & Meckling disebut sebagai pemisahan fungsi pengambilan keputusan (decision making) dan penanggung resiko (risk bearing). Jensen & Meckling menyatakan dalam keadaan ini akan memunculkan perbedaan kepentingan antara agen dengan *stockholder*. *Stockholder* sebagai penyedia dana dan fasilitas untuk operasi perusahaan berkepentingan atas keamanan dana yang diinvestasikan dalam perusahaan. Di lain pihak, manajer atau agen sebagai pengelola perusahaan akan menerima gaji dan berbagai bentuk kompensasi lainnya sehingga keputusan yang diambil oleh manajer diharapkan

yang terbaik bagi *stockholder* yaitu meningkatkan kemakmuran *stockholder* melalui peningkatan nilai perusahaan.

Namun dalam kenyataannya, agen seringkali melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan harapan pemegang saham. Keputusan-keputusan yang diambil cenderung menguntungkan agen sendiri, seperti penggunaan surplus kas (*free cash flow*) secara tidak bijaksana dengan membelanjakan perquisites (*executive fringe benefits*, seperti kantor yang mewah, asisten, rekening belanja, dsb) secara berlebihan dan dana yang seharusnya untuk melakukan investasi lagi (*reinvestasi*) atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Keadaan ini akan mengakibatkan munculnya konflik kepentingan antara pemegang saham (*stockholder*) dengan agen.

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen menurut Demsey dan Labe (1992) banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*. *insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara agen dan pemegang saham semakin kecil.

Demsey & Labe (1992) lebih lanjut mengatakan bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen juga bisa dipengaruhi oleh *shareholder dispersion* atau penyebaran pemegang saham. Pemegang saham yang semakin menyebar kurang efektif dalam monitoring dan sulit untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan (Jensen & Meckling, 1976). Akibatnya konflik kepentingan ini muncul terutama karena adanya *asymmetric information*. Sebaliknya pemegang saham yang semakin terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja akan mempermudah monitoring dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi konflik kepentingan antara pemilik dengan agen (Moh'd, Perry & Rimbey, 1995).

Konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995) dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan peningkatan rasio pembayaran dividen (DPR). Dividen disini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, karena menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995), dengan pembayaran dividen pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik. Akan tetapi dengan meningkatnya rasio pembayaran dividen, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak aliran kas bebas atau *free cash flow* dan manajemen dipaksa harus mencari sumber dana eksternal untuk membiayai investasinya. Pengertian *free cash flow* itu sendiri adalah keterbatasan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan. Apabila laba yang diperoleh dibagi sebagai dividen, maka kebutuhan investasi harus dicari dari sumber eksternal. Pembiayaan eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut biaya transaksi.

Menurut Moh'd, Perry & Rimbey (1995) dan Demsey & Labe (1992) bahwa biaya transaksi dipengaruhi oleh pertumbuhan perusahaan. Tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti perusahaan 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 dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut (Holder, Langlehr & Hexter, 1998).

Biaya transaksi yang tinggi juga dipengaruhi oleh risiko bisnis yang dihadapi perusahaan (Demsey & Laber, 1992). Investor akan membebaskan suatu tingkat keuntungan yang tinggi untuk menginvestasikan dananya di perusahaan yang memiliki risiko yang besar dan akan membebaskan 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, sehingga perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal dengan membayar biaya transaksi yang tinggi

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh faktor-faktor keagenan (insider ownership dan shareholder dispersion) dan faktor-faktor biaya transaksi (pertumbuhan perusahaan dan risiko) terhadap rasio pembayaran dividen (DPR).

---

## B. PENELITIAN TERDAHULU

---

Beberapa penelitian yang berkaitan dengan faktor keagenan pernah dilakukan sebelumnya. Suhartono (2004) menganalisis tentang pengaruh *insider ownership*, *net organizational capital*, dan resiko pasar terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*) memiliki hubungan terbalik dengan *dividend payout ratio* (DPR). Artinya teori yang menyatakan bahwa perusahaan yang kepemilikan saham oleh manajemennya tinggi akan cenderung membagikan dividennya rendah terbukti.

Agus Sartono (2001) menganalisis tentang kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), utang dan kebijakan dividen: pengujian empirik teori keagenan (*agency theory*). Dari hasil penelitian ini dapat disimpulkan bahwa kepemilikan orang dalam dan utang secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

Ni Luh Gita Aryani (2001) menganalisis tentang dampak faktor-faktor keagenan dan biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Dari hasil analisa terhadap hipotesis yang diajukan disimpulkan bahwa semua variabel keagenan dan variabel biaya transaksi dapat dipakai sebagai instrumen kebijakan rasio pembayaran dividen.

Erna Susilawati (2000) menganalisis tentang dampak faktor-faktor keagenan dan faktor-faktor biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Analisis data dilakukan secara parsial dan simultan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen dalam penelitian ini (*insider ownership*, *shareholder dispersion*, *growth* dan *beta*) mempunyai pengaruh yang signifikan atau tidak terhadap rasio pembayaran dividen. Populasi yang digunakan adalah semua perusahaan yang terdaftar di BEJ pada tahun 1999. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 44 perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa faktor-faktor biaya transaksi berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen tetapi faktor-faktor keagenan tidak berpengaruh terhadap

rasio pembayaran dividen.

Collins, Saxena & Wansley (1996) melaksanakan studi untuk meneliti tentang *insider ownership* dan kebijakan dividen pada perusahaan yang *unregulated & regulated*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen berhubungan negatif dengan *insider holdings* dan berhubungan positif dengan number of shareholder.

Demsey & Lafer (1992), melakukan penelitian tentang pengaruh keagenan dan biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Mereka membentuk suatu model dimana dividen merupakan mekanisme untuk menurunkan keagenan, dividen disini merupakan bentuk penawaran distribusi pendapatan yang rasional untuk pemegang saham. Perusahaan melihat bahwa dengan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dapat mengurangi masalah keagenan, akan tetapi akan memunculkan biaya transaksi. Dalam penelitiannya Demsey & Lafer (1992) menggunakan 4 variabel sebagai proxy untuk masalah keagenan dan biaya transaksi. Demsey & Lafer (1992) menggunakan *insider ownership* dan *shareholder dispersion* sebagai proxy untuk masalah keagenan. Hasil penelitian menunjukkan *insider ownership* berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Sedangkan *shareholder dispersion* memiliki hubungan positif dengan rasio pembayaran dividen. Tingkat pertumbuhan pendapatan dan koefisien beta digunakan sebagai proxy untuk biaya transaksi, menunjukkan hubungan negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

---

## C. PENGEMBANGAN HIPOTESIS

---

Demsey & Lafer (1992) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Dari hasil penelitiannya Demsey & Lafer (1992) menemukan suatu hubungan negatif antara *insider ownership* dan rasio pembayaran dividen antara perusahaan-perusahaan.

Penelitian Collins, Saxena & Wansley (1996) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berhubungan negatif dengan kepemilikan insider. Makin besarnya kepemilikan saham oleh *insider* menunjukkan makin besarnya persentase kepemilikan internal. Oleh karenanya pihak manajemen yang merupakan pemegang saham tidak menuntut pembayaran dividen yang tinggi, akan tetapi lebih menginginkan berkembangnya perusahaan yang didanai melalui laba ditahan.

H1 : *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

*Shareholder dispersion* diwakili oleh variance kepemilikan saham oleh kelompok pemegang saham, menunjukkan bahwa nilai *shareholder* yang kecil berarti kepemilikan saham diperusahaan semakin menyebar. Semakin menyebarnya kepemilikan saham ini akan menimbulkan kesulitan para pemegang saham untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan dan ini berimplikasi pada pembayaran dividen yang tinggi.

H2 : *Shareholder dispersion* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Miller dan Rock ( 1985) menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal yang sering digunakan manajer untuk menunjukkan pertumbuhan perusahaan dimasa depan. Moh'd, Perry & Rimbey (1995) dan Demsey & Laber (1992) berpendapat bahwa pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mencerminkan perusahaan sedang mengalami pertumbuhan dan memiliki banyak kesempatan investasi. Kesempatan investasi yang banyak, membutuhkan pendanaan yang besar, sehingga perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal, misalnya dengan menerbitkan saham baru. Untuk mendapat 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 masih bisa diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut (Holder, Langlehr & Hexter, 1998), sehingga rasio pembayaran dividen akan berpengaruh negatif terhadap pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi.

H3 : Tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Investor akan membebankan suatu tingkat keuntungan yang tinggi untuk menginvestasikan dananya di perusahaan yang memiliki resiko yang besar dan akan membebankan biaya transaksi yang besar pula. Biaya transaksi yang dimaksudkan adalah misalnya perusahaan mengeluarkan saham baru, maka memerlukan biaya penerbitan, komisi, *fee* dan yang lainnya. Jika biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan tinggi sebagai akibat dari tingginya resiko perusahaan, maka perusahaan sebaiknya tidak membayarkan dividen yang besar sehingga kebutuhan dana dapat tercukupi dari dana internal (laba ditahan) dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal (misalkan dengan menerbitkan saham baru) dengan membayar biaya transaksi yang tinggi. Demsey & Laber (1992), serta Collins, Saxena, dan Wansley (1996) menemukan suatu hubungan negatif yang signifikan secara statistik antara harga beta dan pembayaran dividen untuk perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat. Hasil temuannya menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat resiko pasar yang tinggi akan membayar dividen dengan tingkat harga yang rendah. Selain itu dapat diargumentasikan bahwa bila nilai beta suatu perusahaan tinggi, maka akan sensitif terhadap perubahan yang terjadi di pasar, sehingga kemungkinan perusahaan mendapatkan dana dari luar untuk membiayai investasinya menjadi semakin sulit, karena investor maupun kreditor akan semakin berhati-hati. Untuk itu manajemen perusahaan cenderung menahan keuntungannya guna membiayai investasi dari pada membayarkannya sebagai dividen. Selain itu Lintner (1956) seperti dikutip Jogiyanto memberikan alasan rasional bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan dividen. Jika perusahaan-perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal yang buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai resiko tinggi cenderung untuk membayar dividen lebih kecil supaya nanti tidak memotong dividen jika laba yang diperoleh turun.

H4 : Resiko perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

## D. METODE PENELITIAN

### Data dan sumber data

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1999, 2000, 2001, dan 2002, kecuali perusahaan-perusahaan pada sektor jasa keuangan. Pengecualian ini dilakukan karena perusahaan-perusahaan pada sektor jasa keuangan memiliki struktur modal yang berbeda dengan perusahaan di sektor lain. Jenis data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data tersebut diperoleh dari berbagai publikasi, khususnya Indonesian *Capital Market Directory* tahun 1999 sampai tahun 2002 yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Jakarta, juga publikasi lainnya yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian yang sedang dilakukan.

Dari populasi yang sudah ditentukan pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Menurut Cooper dan Emory (1995), pengambilan sampel dengan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan anggota sampel dengan mendasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1999-2002
2. Perusahaan memiliki data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris, dan shareholder dispersion.
3. Perusahaan pada tahun 1999-2002 membayar dividen.
4. Perusahaan memiliki Beta positif.

Jumlah sampel yang masuk kriteria dalam penelitian ini berjumlah 36 perusahaan dari 16 sektor perusahaan, baik perusahaan manufaktur maupun jasa

Variabel Penelitian dan pengukurannya.

Lima variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

#### 1. *Dividend Payout Ratio*

Variabel dividend payout ratio diberi simbol DPR. Rasio pembayaran dividen diukur dengan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen.

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

DPR = Rasio pembayaran dividen  
 DPS = Dividen per lembar saham  
 EPS = Laba per lembar saham

#### 2. *Insider Ownership*

Variabel *insider ownership* diberi simbol INSD. *Insider ownership* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (Setyawan, 1999).

$$INSD = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total saham}}$$

### 3. Shareholder Ownership

Variabel ini diberi simbol SHLDR. Penyebaran pemegang saham diukur dengan menggunakan variance dari data prosentase kepemilikan saham. Dalam hal ini para pemegang saham dipertimbangkan sebagai kelompok dimana setiap pemegang saham mewakili satu kelompok (Setyawan, 1999).

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

$X_i$  = prosentase kepemilikan saham tiap kelompok

$\bar{X}$  = rata-rata prosentase kepemilikan saham

n = jumlah data

### 4. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)

Variabel tingkat pertumbuhan diberi simbol GROWTH. Indikator tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat pertumbuhan pendapatan di tahun yang akan datang (Moh'd, Perry & Rimbey, 1995) dimana didalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan pendapatan dari tahun 1998 ke tahun 1999, dari tahun 1999 ke tahun 2000, dari tahun 2000 ke tahun 2001, dan dari tahun 2001 ke tahun 2002.

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

$S_t$  = Penjualan tahun t

$S_{t-1}$  = Penjualan tahun t-1 ( tahun sebelumnya)

### 5. Resiko Perusahaan

Variabel ini diberi simbol beta (  $\beta$  ). Resiko perusahaan diukur dengan menggunakan  $\beta$ . Beta merupakan suatu pengukur *volatilitas return* suatu sekuritas terhadap return pasar (Hartono, J, 1998). Data yang digunakan dalam penghitungan beta adalah data harga penutupan (closing price) mingguan, serta Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mingguan dari periode minggu pertama Januari sampai dengan minggu terakhir Desember dari tahun 1999 sampai dengan tahun 2002. Beta untuk masing-masing saham diperoleh dari hasil regresi berdasarkan model indeks tunggal (Hartono, J, 1998).

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

Dimana

$R_{it}$  = Return dari saham i pada minggu ke-t

$\alpha_i$  = Intersep dari regresi untuk masing-masing perusahaan ke-i

$\beta_i$  = Beta untuk masing-masing saham ke-i

$R_{mt}$  = Return pasar pada minggu ke-t

$e_{it}$  = Kesalahan residu pada persamaan regresi tiap perusahaan ke-i pada minggu ke-t

**Model Pengujian Hipotesis**

Untuk menguji pengaruh faktor-faktor keagenan dan faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen, digunakan model regresi berganda. Teknik pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program komputer SPSS 10.

Model analisis data tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$DPR = b_0 + b_1 INSD + b_2 SHLDR + b_3 GROWTH + b_4 BETA + e$$

DPR = Rasio pembayaran dividen

$b_0, b_1, b_2, b_3, b_4$  = Konstanta

INSD = Insider Ownership

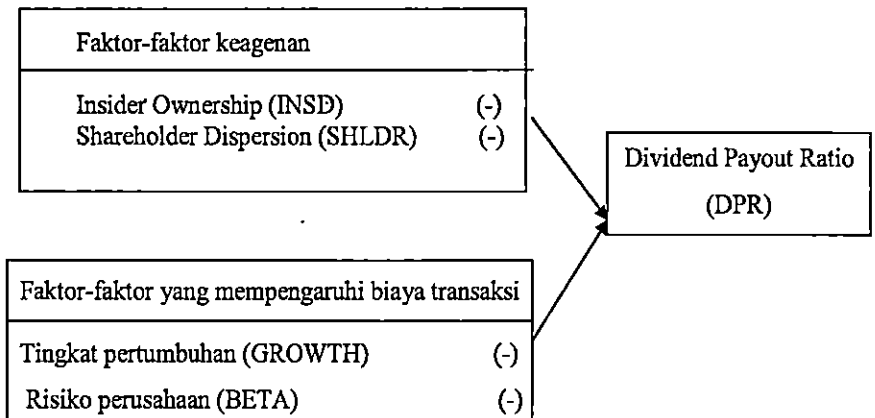
SHLDR = Shareholder Dispersion (penyebaran saham)

GROWTH = Pertumbuhan perusahaan

BETA = Resiko bisnis

e = Standar Error

Jika digambarkan dalam bentuk kerangka yang skematis maka dapat ditunjukkan seperti pada gambar dibawah ini:



**E. HASIL PENELITIAN**

**Uji Asumsi Klasik**

Uji *Multikolinieritas* digunakan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang serius antara sesama variabel independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Adanya *multikolinieritas* dalam model persamaan regresi yang digunakan akan menghasilkan suatu estimasi yang tidak tepat. Menurut Gujarati (1995) sebagai *rule of thumb*, gejala *multikolinieritas* tergolong berbahaya jika nilai VIF lebih dari 10. Nilai VIF variabel independen dari penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1.



Tabel 1: Nilai VIF.

Model	VIF
INSD	1,228
SHLDR	1,366
GROWTH	1,043
BETA	1,171

Dari tabel 1. diketahui bahwa nilai VIF untuk semua variabel independen dalam penelitian ini kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat *multikolinieritas* yang berbahaya dalam model penelitian ini, atau dapat dikatakan bahwa model dalam penelitian ini dapat dinyatakan bebas dari multikolinieritas.

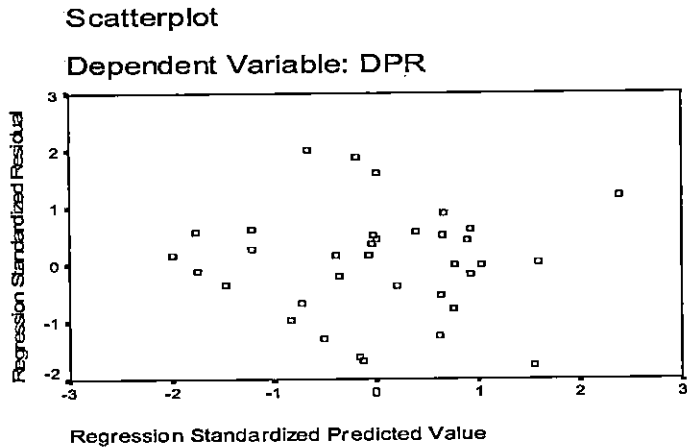
Uji *Autokorelasi* dilakukan untuk mengetahui adanya hubungan antara kesalahan-kesalahan yang muncul pada data runtut waktu (time series) maupun data *cross section*. Apabila terjadi autokorelasi maka *estimator* OLS menjadi tidak efisien. Hasil uji t maupun uji F tidak valid dan kesimpulan yang diambil menjadi bias. Untuk mendeteksi gejala *autokorelasi* digunakan Durbin Watson (DW). Nilai DW yang digunakan sebagai *rule of thumb* menurut Gujarati (1995) adalah jika  $du < 4 - du$  maka tidak terdapat autokorelasi.

Nilai Durbin Watson dalam model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah 2,244. Berdasarkan tabel DW dengan menggunakan  $n = 36$  dan parameter  $k = 4$  diperoleh nilai  $du = 1,73$  dan  $dl = 2,27$ , sehingga akan memenuhi persamaan  $du < 4 - du$  yaitu  $1,73 < 2,27$ . Dari hasil analisis DW, memiliki nilai yang tidak melanggar *rule of thumb* sehingga model dalam penelitian ini dapat dinyatakan bebas dari autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas, gejala adanya *heteroskedastisitas* apabila varian dari *residual* dari suatu pengamatan berbeda. Adanya gejala *heteroskedastisitas* menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas dalam proses regresi dapat digunakan metode grafik dengan melakukan plot pada regresi. Dengan melihat hasil grafik, jika ada pola tertentu yang teratur maka telah terjadi heteroskedastisitas. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka nol pada sumbu Y maka tidak terjadi *heteroskedastisitas* (Gujarati, 1995).

Berdasarkan grafik 1 hasil regresi terlihat bahwa titik titik menyebar secara acak, tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, serta tersebar baik di atas maupun di bawah nol pada sumbu Y. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi.

Grafik 1: Uji Heteroskedastisitas



**Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif berguna untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan di dalam penelitian. Untuk mengetahui gambaran mengenai karakteristik sampel yang digunakan secara lebih rinci, dapat dilihat pada tabel 2, dari data statistik deskriptif ini dapat diketahui jumlah sampel yang diteliti, nilai rata-rata sampel dan, tingkat penyimpangan data dari masing-masing variabel penelitian.

Tabel 2: Nilai Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	36	.0019	.6870	.233511	.174419
INSD	36	.0003	.3182	5.21E-02	8.08712E-02
SHLDR	36	.0015	.2148	5.68E-02	4.09364E-02
GROWTH	36	-.323520	.698265	.22498080	.19744811
BETA	36	.000010	3.652000	.93754303	.89170392
Valid N (listwise)	36				

Tabel 2. menunjukkan hasil statistik deskriptif yang dilakukan pada 36 perusahaan dari tahun pengamatan 1992 - 2002. Variabel *dividen payout ratio* (DPR) memiliki nilai minimum 0,0019 dan maksimum 0,6870, sedangkan nilai rata-ratanya 0,233511 dengan standar deviasi sebesar 0,174419. Variabel *insider ownership* (INSD) memiliki nilai minimum 0,0003 dan maksimum 0,3182, sedangkan nilai rata-ratanya 0,0568 dengan standar deviasi sebesar 0,0808712. Variabel *shareholder dispersion* (SHLDR) memiliki nilai minimum 0,0015 dan maksimum 0,2148, sedangkan nilai rata-ratanya 0,0568 dengan standar deviasi sebesar 0,0409364. Variabel pertumbuhan (GROWTH) memiliki nilai minimum-

0,323520 dan maksimum 0,698265, sedangkan nilai rata-ratanya 0,22499080 dengan standar deviasi sebesar 0,19744911. Variabel risiko (BETA) memiliki nilai minimum 0,000010 dan maksimum 3,652000, sedangkan nilai rata-ratanya 0,9374303 dengan standar deviasi sebesar 0,89170392.

#### Pengaruh Secara Simultan

Pengujian secara simultan dilakukan untuk melihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersama-sama. Hasil pengujian ini dapat dilihat pada tabel 3.

Tabel 3: Hasil Koefisien Determinasi (Nilai F dan R2)

R	R Square	Adjusted R Square	F test	Sig. F
0.668	0.446	0.375	6.240	0,001

Secara keseluruhan, kombinasi variabel pada persamaan DPR memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel tergantung DPR. Hal ini dapat dilihat pada tabel 3 dimana besarnya nilai F hitung 6,240 yang menghasilkan nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih besar dari  $\alpha = 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama-sama semua variabel independen (insider ownership, shareholder dispersion, pertumbuhan perusahaan dan risiko) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (DPR).

Dari tabel 3 juga dapat dilihat bahwa nilai koefisien determinasi ( $R^2 = 0.446$ ). Nilai ini menunjukkan bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 44.6%. Dengan kata lain 44.6% perubahan didalam rasio pembayaran dividen pada industri manufaktur dan jasa di Bursa Efek Jakarta mampu dijelaskan oleh variabel kepemilikan *insider*, penyebaran saham, pertumbuhan perusahaan dan resiko perusahaan, sedangkan sisanya sebesar 55.4% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak dijelaskan dalam model.

#### Pengujian Hipotesis

Tabel 4: Hasil Analisis Regresi

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.355	.053		6.692	.000
	INSD	-1.15E-02	.319	-.005	-.036	.972
	SHLDR	.923	.866	.217	1.387	.175
	GROWTH	-.483	.121	-.546	-4.002	.000
	BETA	-6.95E-02	.028	-.355	-2.456	.020

a. Dependent Variable: DPR

Dari hasil analisa regresi tersebut di atas dapat disusun persamaan regresi

linier berganda sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 0,355 - 0,0115 \text{ INSD} + 0,923 \text{ SHLDR} - 0,483 \text{ GROWTH} - 0,06949 \text{ BETA}$$

Sig.	(0,000)	(0,972)	(0,175)	(0,000)	(0,020)
t	(60692)	(-0.036)	(0.1387)	(-4,002)	(-0.2456)

**Insider Ownership**

Dari tabel 4 dan hasil pada persamaan DPR menunjukkan bahwa variabel *Insider Ownership* tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini dapat dilihat dari nilai t hitung -0.036 t tabel 2.042 atau nilai signifikansi 0,972  $> \alpha = 0,05$ . Meskipun tidak signifikan akan tetapi arah hubungannya sesuai dengan teori yaitu memiliki koefisien yang negatif (-0,0115). Arah hubungan yang terbalik antara variabel *insider ownership* dengan rasio pembayaran dividen mengidentifikasi adanya kecenderungan pembayaran dividen menjadi salah satu mekanisme untuk menurunkan masalah keagenan perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Dan hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Fitri Ismiyanti dan Mamduh M. Hanafi (2004), Suhartono (2004), Susilawati (2000), Ni Luh Gita Aryani (2001) dan Jensen (1986). Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Demsey & Laber (1992), Moh'd, Perry & Rimbey (1995), Holder, Langlehr & Hexter (1998) dan Demsey & Laber (1992) yaitu insider ownership memiliki hubungan negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Jadi hipotesis pertama yang menyatakan bahwa Insider Ownership berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen ditolak.

**Shareholder Dispersion**

Variabel *Shareholder Dispersion* pada persamaan DPR adalah tidak signifikan pada  $\alpha = 0,05$ . Hal ini dapat dilihat dari nilai hitung 1,387 t tabel 2.042 atau nilai signifikansi 0,175  $> \alpha = 0,05$ . Dan memiliki koefisien yang positif (0,923). Hubungan positif antara penyebaran kepemilikan saham terhadap rasio pembayaran dividen menunjukkan bahwa dividen bukan salah satu mekanisme yang digunakan untuk menurunkan masalah keagenan yang disebabkan oleh adanya penyebaran kepemilikan saham.

Hasil penelitian ini juga tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Ni Luh Gita Aryani (2001), Susilawati (2000), yang menunjukkan bahwa penyebaran saham memiliki hubungan yang negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Jadi hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen secara parsial ditolak

**Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)**

Hasil penelitian untuk variabel *growth* menunjukkan koefisien yang negatif (-0.483) dan signifikan pada level  $\alpha = 0,05$ . Hal ini bisa dilihat dari nilai t hitung 4,002  $> t$  tabel 2.042 atau nilai signikansi 0,00  $< \alpha = 0,05$ . Dengan demikian bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan *growth* memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (DPR) diterima.

Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam mengambil kebijakan pembayaran dividen mempertimbangkan tingkat pertumbuhan pendapatan perusahaan. Teori yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen dapat digeneralisasikan untuk perusahaan-perusahaan di Indonesia.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al (1992), Demsey & Laber (1992), Moh'd, Perry & Rimbey (1995), Susilawati

(2000), maupun penelitian Ni Luh Gita Aryani (2001). Mereka beragumen bahwa pertumbuhan perusahaan yang tinggi membutuhkan modal yang tinggi untuk membiayai investasi dan karena itu perusahaan cenderung menahan dana untuk keperluan investasi tersebut, sehingga akan menurunkan pembayaran dividen.

#### **Risiko Perusahaan (BETA)**

Pada tabel 4 menunjukkan bahwa variabel BETA mempunyai pengaruh yang signifikan pada level  $\alpha = 0,05$ . Ini dapat ditunjukkan dari nilai  $t$  hitung 2.456  $t$  tabel 2.042 atau nilai signifikansi  $0,020 < \alpha = 0,05$ . Dan mempunyai koefisien yang negatif (-0.06949). Hasil ini sesuai dengan teori dan konsisten dengan hasil penelitian Susilawati (2000) dan Ni Lu Gita Aryani (2001) yang menyatakan bahwa risiko perusahaan berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa risiko perusahaan yang menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi biaya transaksi, dapat dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia. Jadi hipotesis 4 yang menyatakan bahwa risiko perusahaan berpengaruh negatif terhadap DPR diterima.

## **F. KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN**

### **Kesimpulan**

Kesimpulan penelitian ini tidak sepenuhnya mendukung preposisi bahwa faktor-faktor keagenan (insider ownership dan shareholder dispersion) dan faktor-faktor biaya transaksi (pertumbuhan perusahaan dan risiko perusahaan) berpengaruh pada rasio pembayaran dividen (DPR). Dari hasil penelitian dapat disimpulkan pertama, faktor-faktor keagenan dan biaya transaksi secara serentak berpengaruh terhadap kebijakan dividen ditunjukkan oleh nilai signifikan 0,001 lebih kecil dari  $=0,005$ .

Kedua, secara parsial hipotesis pertama dan kedua ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel yang merupakan faktor-faktor keagenan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga dapat dikatakan bahwa faktor-faktor keagenan (insider ownership dan shareholder dispersion) tidak mempengaruhi rasio pembayaran dividen. Atau dapat dikatakan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia belum menggunakan pembayaran dividen sebagai alat untuk mengendalikan masalah keagenan.

Sedangkan hipotesis ketiga dan keempat diterima. Dari penelitian menunjukkan bahwa variabel yang merupakan faktor-faktor biaya transaksi berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa untuk menghindari biaya transaksi yang tinggi, perusahaan lebih menyukai mendanai investasinya dengan sumber dana internal dari pada sumber dana eksternal. Akibatnya perusahaan tidak membayarkan dividen yang tinggi pada saat biaya transaksi tinggi. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan di Indonesia menggunakan kebijakan dividen sebagai residual decision

### **Keterbatasan Penelitian dan Saran**

1. Dilihat dari nilai *Adjusted R Square* dari persamaan DPR dianggap kurang Besar yaitu 44,6%, sehingga untuk penelitian lebih lanjut dapat menaikkan nilai dari *Adjusted R Square* nya, misalnya dengan menambah variabel institutional ownership.
2. Untuk penelitian berikutnya diharapkan dapat mengkaji teori selain *agency theory*, misalnya memakai *theory stewardship*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Collins, M. Cary, Atul K. Saxena, and James W. Wansley (1996), "The Role of Insiders and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firm," *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol 9, no. 2, Summer, pp. 1-9
- Cooper, R.d. and C.W. Emory (1995). "Business Research Methode." Richard D. Irwin.
- Demsey, S and Labeer, Gene (1992). "Effect of Agency and Transaction Cost on Dividend Payout Ratio." *The Journal of Finance Research*, vol XV, no.4, Winter.
- E. F. Brigham. dan J. F. Houston ( 1998). 'Manajemen Keuangan. " Edisi kedelapan. Buku II. Jakarta. Penerbit Erlangga.
- Gujarati, Damador, Sumarno Zain ( terj) ( 1995). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Holder, M.E, Langlehr F. W and Hexter, J.L (1998). "Dividend Policy Determinant: An Investiigation of influence of Stockholder Theory. " *Financial manajement Autumn*.
- Hartono, J. (1998). "Teori Portofolio dan Analisis Investasi. "Edisi kedua. Yogyakarta. BPFE.
- Jensen M and W Meckling ( 1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency and Ownership Struktire." *Journal of Financial Economic* 3.
- Lintner, J., (1956). "Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earning, and Taxes," *American Economics Review* 46, hal. 55 - 62
- Lukas. S. A. (1999). "Manajemen Keuangan." Edisi Revisi. Penerbit Andi Yogyakarta.
- Miller, M.H, dan K. Rock, (1985). "Dividen Policy Under Asymetryc Information," *Journal of finance* 40), hal. 103 - 1051.
- Moh'd, M.A, Perry, L.G and Rimbey, J.N. (1995). "An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend." *The Journal Review*, vol.30.no.2.
- Niluh, G.A. (2002). "Analisa Pengaruh Faktor-Faktor Keagenan Dan Faktor-Faktor Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Dividen." Tesis, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Susilowati, E (2000). "Dampak Faktor-Faktor Keagenan Dan Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Dividen. *Siasat Bisnis* , No.5 Vol I. 2, 111-126
- Sartono, A (2001). "Kepemilikan Orang Dalam ( Insider ownership), Utang Dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan ( Agency Theory)." Santoso, Singgi (2001). "SPSS Versi 10. Mengolah Data Statistik Secara Profesional." Jakarta: PT. Elex Media Komputindo Kelompok Gramedia.
- Setyawan, I.R. (1999). "Simultanitas Keputusan Dividen dan Struktur Modal." Tesis Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta.
- Suad, H. Dan Eny. P (1994). "Dasar-Dasar Manajemen Keuangan." Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- (2001). "Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas." Edisi ketiga. Yogyakarta. UPP AMP YKPN.
- Suhartono (2004). "Pengaruh Insider Ownership, Net Organizational Capital dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen." *Kajian Bisnis*, Vol. 12, No 1, 41-56.