

PENGARUH INSIDER OWNERSHIP DAN RISIKO PASAR TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Suwaldiman

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

Ahmad Aziz

Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia.

Abstract

This research tests the effect of insider ownership, market risk, market to book value, size, earning variability, profitability, and growth to the dividend policy represented by dividend pay-out ratio. Main independent variables and control independent variables are employed in this research. The main independent variables consist of insider ownership and market risk. Meanwhile, the control variables consist of market to book value, size, earning variability, profitability, and growth. The analysis of this research proves that the dividend policy does not depend on the amount of the share ownership by insider parties such as managers. Additionally, the dividend policy also does not depend on the market risk. Those mean that the bigger amount of share ownership by insiders and the higher market risk do not cause to the lower dividend payment represented by dividend pay-out ratio.

Key words: *insider ownership, market risk, market to book value, size, earning variability, profitability, dividend policy, dividend pay-out ratio.*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*). Sebagai contoh, manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan di sisi lain pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar. Konflik yang terjadi tersebut akan menimbulkan biaya keagenan, sedangkan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan yang muncul adalah dengan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Van Horne (1998: 478), menyatakan pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemam-

puan perusahaan untuk membayar dividen. Sehingga likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan dividen. Pada dasarnya faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dari manajemen perusahaan kepada para pemegang saham dipengaruhi oleh beberapa hal, salah satunya adalah likuiditas perusahaan. Pada perusahaan yang berkembang dan menguntungkan mungkin tidak likuid karena dana yang dimilikinya digunakan untuk keperluan aktiva tetap dan modal kerja permanen. Manajemen perusahaan biasanya ingin mempertahankan tingkat likuiditas tertentu guna memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Untuk mencapai tujuan tersebut, manajemen perusahaan mungkin melakukan penolakan untuk membayar dividen dalam jumlah besar.

Hasil penelitian Suhartono (2004: 54), menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen tinggi cenderung membagikan dividennya rendah. Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh Wahidahwati (2002: 613), yang menyatakan bahwa *insider ownership* atau tepatnya *managerial ownership* mempunyai arah positif yang signifikan terhadap kebijakan pembagian dividen. Ditambahkan pula oleh hasil penelitian dari Agus Sartono (2001: 112), yang menyatakan bahwa kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh terhadap kebijakan pembagian dividen.

Atika Jauhari Hatta (2002: 14), dalam penelitiannya menyatakan bahwa faktor tingkat kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) yang tinggi bukanlah faktor terbesar yang secara signifikan mempengaruhi kebijakan pembagian dividen. Selain tingkat kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah risiko pasar (*market risk*). Fauzan (2002: 132), dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara risiko pasar terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang dibuat oleh manajemen juga dipengaruhi oleh risiko pasar (*market risk*).

Penelitian ini mencoba untuk mengetahui apakah kepemilikan saham *insider* dan risiko pasar yang dihadapi oleh perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *insider ownership* dan risiko pasar terhadap kebijakan dividen dalam hal ini *dividend payout ratio* (DPR). Obyek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini juga menambahkan beberapa variabel tambahan seperti *market to book value* (MTBV), *total asset* perusahaan (*size*), *earning variability*

perusahaan, *profitability* perusahaan, dan tingkat pertumbuhan perusahaan (*growth*). Hasil penelitian ini diharapkan menjadi konfirmasi terhadap penelitian terdahulu.

KERANGKA TEORI

Dividen adalah bagian dari laba bersih yang diberikan kepada pemegang saham (pemilik modal sendiri). Laba Bersih (*Net Earnings*) ini sering disebut sebagai: "Laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa" (*earnings available to common stockholders* disingkat EAC). Selain dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, laba bersih itu ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai operasi selanjutnya dan disebut sebagai Laba Ditahan (*Retained Earnings*).

Rasio antara dividen dan laba bersih sering disebut sebagai *Dividend Payout Ratio* (DPR). Karena kelebihan laba bersih di atas dividen itu menjadi laba ditahan maka keputusan DPR *inclusive* keputusan mengenai laba ditahan. Sepintas, para pemegang saham akan merasa senang apabila bagian dari laba bersih yang dibagikan sebagai dividen ini semakin besar. Akan tetapi, apabila DPR ini semakin besar, berarti laba ditahan semakin menciut, padahal pendanaan dengan menggunakan laba ditahan (*internal financing*) ini mempunyai *cost of capital* yang paling kecil dibandingkan dengan metode pendanaan lainnya. Dengan demikian, keputusan dividen akan mengacu pada suatu kebijakan dividen (*dividend policy*) yang optimal, terutama disesuaikan dengan konsep tujuan memaksimumkan nilai perusahaan.

Ditinjau dari tujuan memaksimumkan rentabilitas modal sendiri, maka kebijakan dividen perlu memperhatikan rentabilitas aktiva dan tingkat bunga. Dikatakan demikian, karena apabila kebijakan menetapkan laba ditahan semakin besar berarti perusahaan itu menggunakan metode pendanaan dengan menambah modal sendiri,

yakni pendanaan internal. Diketahui bahwa rentabilitas modal sendiri hanya akan naik dengan menggunakan:

1. modal pinjaman apabila rentabilitas aktiva > tingkat bunga
2. modal sendiri apabila rentabilitas aktiva < tingkat bunga

Karena penggunaan laba ditahan akan menambah jumlah modal sendiri, maka penambahan laba ditahan hanya akan *favourable* pada waktu rentabilitas aktiva < tingkat bunga. Sebaliknya, penambahan laba ditahan pada kondisi di mana rentabilitas aktiva > tingkat bunga akan menurunkan rentabilitas modal sendiri. Apabila pengurangan laba ditahan itu terpaksa menambah hutang untuk membiayai suatu proyek di mana rentabilitas aktiva < tingkat bunga, maka pengurangan laba ditahan akan menurunkan rentabilitas modal sendiri. Penggunaan laba ditahan ini memang disukai oleh manajer karena biaya laba ditahan (*cost of retained earnings*) lebih murah dibandingkan dengan biaya saham baru (*cost of new common stock*). Di samping pertimbangan biaya modal, pengeluaran saham baru berarti bisa mengganggu pengendalian hak suara dalam kepemilikan saham.

Dividen Merupakan Informasi yang tidak Relevan

Beberapa kalangan berargumen bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun terhadap biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan, maka hal tersebut tidak relevan. Mengutip dari penelitian yang dilakukan oleh Suhartono (2004) pendukung utama dari teori ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani atau lebih dikenal dengan MM. Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai suatu perusa-

haan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi antara dividen dan laba ditahan.

MM menyatakan bahwa dividen tidak relevan berdasarkan asumsi-asumsi di bawah ini:

1. Pasar modal sempurna, di mana para investor mempunyai kesamaan informasi, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pajak.
2. Para investor bersifat rasional.
3. Semua peserta pasar bersifat *price-taker*.
4. Adanya unsur ketidakpastian bagi arus pendapatan masa datang dan para investor mempunyai informasi yang sama.
5. Manajer dalam pengambilan keputusannya mengenai produksi dan investasinya disesuaikan dengan informasi tersebut.
6. Untuk memisahkan pengaruh dividen dan pengaruh *leverage* maka semua perusahaan dianggap memiliki rasio D/S sama.
7. Perusahaan-perusahaan semestinya memiliki kelas risiko yang sama.
8. Perusahaan dengan produksi yang sekarang memiliki *yield* yang sama.

Teori *Bird in The Hand*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) dan John Lintner (1956) yang berpendapat bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Mengutip perkataan Gordon dan Lintner dari Suhartono (2004: 44) bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

MM dalam hal ini tidak setuju bahwa ekuitas atau nilai perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen, yang menyiratkan bahwa investor tidak peduli antara dividen dengan keuntungan modal. Mereka menamakan pendapat Gordon-Lintner sebagai kekeliruan *bird-in-the-hand theory*, yakni: mendasarkan pada pemikiran bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai *dividend payout ratio* yang tinggi akan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi pula.

Namun menurut pandangan MM, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham dari perusahaan bersangkutan atau perusahaan sejenis, dan dalam banyak kasus, tingkat risiko dari arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang hanya ditentukan oleh tingkat risiko arus kas operasinya, bukan oleh kebijakan pembagian dividennya.

Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah dari pada yang tinggi, yaitu:

1. Keuntungan modal dikenakan tarif pajak lebih rendah dari pada pendapatan dividen. Untuk itu investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, sehingga ada efek nilai waktu.

3. Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

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

Masalah Keagenan

Hubungan keagenan didefinisikan sebagai suatu kontrak, yakni satu atau beberapa orang (principal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk melaksanakan sejumlah jasa dan mendelegasikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen tersebut. Dalam kerangka kerja manajemen keuangan, hubungan keagenan terdapat diantara pemegang saham dengan manajer, pemegang saham dengan kreditor (pemberi pinjaman) atau hubungan ketiganya (Suhartono 2004: 45).

Masalah keagenan dapat timbul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika suatu perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah fasilitas transportasi dan sebagainya. Akan tetapi, jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Sebagai contoh dari hal tersebut adalah manajer-pemilik mungkin saja tidak

gigih lagi dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham karena bagiannya atas kekayaan tersebut telah berkurang; atau mungkin saja dia menetapkan gaji yang besar bagi dirinya, atau menambah fasilitas eksekutif. Kemungkinan timbulnya pertikaian diantara kedua kelompok ini (manajer sebagai agen dan prinsipal sebagai pemegang saham dari luar) merupakan salah satu bentuk dari masalah keagenan.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen (Copeland dan Weston, 1992). Pembagian dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites*. *Perquisites* adalah tindakan manajemen yang memunculkan aliran kas keluar dalam rangka untuk tujuan bukan kepentingan perusahaan, misalnya biaya perjalanan dinas dan akomodasi kelas VIP, mobil dinas mewah, dan lain-lainnya. *Perquisites* mungkin dapat terjadi jika ada penurunan biaya *monitoring* karena pemegang saham yakin bahwa kebijakan manajemen akan menguntungkan para pemegang saham.

Kebijakan dividen dalam teori keagenan digunakan sebagai *bonding mechanism* untuk mengendalikan *agency cost of equity*. Pembayaran dividen akan mencegah manajemen untuk melakukan tindakan *perquisites* karena internal *cash flow* akan diserap untuk membayar dividen bagi pemegang saham. Perusahaan yang mempunyai mekanisme pengendalian dan struktur kepemilikan yang tersebar luas, biasanya merupakan perusahaan besar dan cenderung membagikan dividen untuk mengurangi konflik keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Sebaliknya perusahaan kecil dengan struktur kepemilikan terpusat

pada beberapa individu akan cenderung membayarkan dividennya rendah karena kemungkinan terjadinya konflik keagenan relatif kecil (Megginson, 1997: 375). Jadi variabel *size* (ukuran perusahaan) penting dalam mengendalikan kebijakan dividen terhadap *insider ownership* dan juga sebaliknya.

Dalam kaitannya dengan teori keagenan, dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensi akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya. Semakin besar kepemilikan *insider* maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen sekaligus sebagai pemilik perusahaan, sehingga hal tersebut mengakibatkan biaya agen semakin kecil, karena pemilik sekaligus merangkap sebagai manajemen sehingga biaya pengawasan berkurang.

Karena informasi yang dimiliki oleh *insider* terutama informasi mengenai rencana-rencana perusahaan yang akan datang sangat lengkap, maka hal ini akan membawa pengaruh yang besar terhadap kepentingannya dalam menetapkan kebijakan dividen. Semakin besar kepemilikan *insider* berarti semakin kecil biaya agen, dan semakin besar kekuatan dalam menentukan kebijakan dividen. Sehingga dengan demikian manajemen akan cenderung untuk mengurangi pembayaran dividen dan menggunakan dananya untuk memperbesar atau memperluas usahanya.

Agus Sartono (2001) melakukan penelitian yang berfokus pada pengujian empirik teori keagenan (*agency theory*) di Bursa Efek Jakarta. Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji hubungan dari faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan orang dalam, utang, dan kebijakan dividen. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian tersebut juga mengungkap bahwa dividen akan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*). Dalam penelitian Agus Sartono (2001: 116), disimpulkan bahwa dengan kenaikan tingkat kepemilikan *insider* mengakibatkan kebijakan pembayaran dividen menurun. Dari penjelasan di atas maka dapat diambil hipotesa sebagai berikut:

H₁ : Perusahaan yang kepemilikan saham insidernya tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah.

Peningkatan beta (β) mencerminkan semakin tingginya risiko pasar. Mengutip dari Suhartono (2004: 42), apa yang dikemukakan oleh D'Souza dan Saxena (1999) disebutkan bahwa nilai beta (β) digunakan sebagai indikator risiko pasar. Semakin tinggi tingkat risiko yang harus ditanggung perusahaan, maka akan semakin sulit bagi perusahaan tersebut untuk memperoleh dana eksternal. Sehingga, perusahaan harus membiayai kebutuhan investasinya dengan menggunakan dana internal. Sebagai akibatnya, dividen yang dibagikan menjadi semakin kecil.

Berdasarkan teori *risk and return*, semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor. Apabila risiko yang semakin tinggi tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang mau berinvestasi di perusahaan tersebut. *Return* perusahaan bisa berupa dividen ataupun *capital gain*. Namun, berdasarkan pada teori *Bird in The Hand*, investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan laba ditahan. Dengan demikian, risiko pasar akan berpengaruh terhadap kebijakan manajer dalam menentukan keputusan pembagian laba perusahaan.

Risiko dalam saham terdiri dari dua komponen, yaitu risiko yang dapat didiversifikasi dan risiko yang tidak dapat dieliminasi disebut sebagai risiko pasar (*systematic risk*) atau risiko yang tetap ada setelah didiversi-

fikasi. Risiko yang dapat didiversifikasi disebabkan oleh kejadian acak seperti perkara hukum, pemogokan, program pemasaran yang sukses dan yang tidak sukses, kalah atau menang dalam tender kontrak, serta kejadian unik lainnya pada perusahaan tertentu. Karena kejadian-kejadian ini terjadi secara acak, maka pengaruhnya terhadap portofolio dapat dieliminasi oleh diversifikasi. Risiko pasar, di sisi lain, berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan seperti: perang, inflasi, resesi, dan suku bunga yang tinggi. Karena kebanyakan saham cenderung dipengaruhi secara negatif oleh faktor-faktor ini, maka risiko pasar tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi.

Nilai beta suatu perusahaan dipergunakan sebagai indikator untuk mengetahui risiko yang berkaitan dengan pasar. Sehingga bila nilai beta suatu perusahaan tinggi (risiko pasar 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. Mengutip dari Jogiyanto (1998: 206) bahwa perusahaan-perusahaan enggan untuk menurunkan deviden, jika perusahaan-perusahaan memotong dividen, maka akan dianggap sebagai sinyal buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Untuk perusahaan yang berisiko tinggi, probabilitas untuk mengalami laba menurun juga akan tinggi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Fauzan (2002) mengenai hubungan biaya keagenan, risiko pasar dan kesempatan berinvestasi dengan kebijakan dividen pada perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil dari penelitian tersebut terutama mengenai risiko pasar dan hubungannya dengan kebijakan dividen bahwa terdapat hubungan negatif antara risiko pasar yang diprosikan dengan β (beta) terhadap

kebijakan dividen. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fauzan (2002: 33), menunjukkan bahwa kebijakan dividen yang dibuat oleh manajemen belum mempertimbangkan faktor kesempatan berinvestasi dan faktor biaya keagenan melainkan faktor risiko perusahaan yang dijadikan pertimbangan dalam membuat kebijakan dividen. Maka berdasarkan keterangan di atas dapat diambil hipotesa sebagai berikut:

H₂ : Perusahaan yang memiliki risiko pasar yang tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah.

METODE PENELITIAN

Sampel dan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Periodisasi populasi penelitian mencakup data perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2004. Periode tersebut diambil karena dipandang mewakili kondisi pasar modal di Bursa Efek Jakarta yang relatif stabil dibanding pada masa sebelum dan selama krisis moneter.

Sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2004 yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Dengan *purposive sampling*, sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik dengan sampel yang ditentukan. Kriteria sampel yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah:

- Perusahaan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode tahun 2000-2004.
- Perusahaan tersebut harus tetap ada selama periode penelitian.
- Perusahaan tersebut memiliki laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan serta membayar dividen secara kontinyu selama periode penelitian.

- Perusahaan tersebut juga memiliki *insider ownership*, serta data-data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, yaitu: data laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan sampel dan data lain yang relevan dengan penelitian ini diantaranya diambil dari:

- Data perusahaan yang *go public* dapat diperoleh dari *Jakarta Stock Exchange (JSX) Fact Book*.
- Indonesian Market Capital Directory* selama periode penelitian.
- Jurnal atau publikasi lain yang memuat informasi yang relevan dengan penelitian ini.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Berdasarkan pada pengembangan hipotesis, maka variabel-variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini didefinisikan dan diukur sebagai berikut:

Dividend payout ratio

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah besarnya dividen yang dibagikan kepada investor (*dividend payout ratio*). Dalam hal ini manajemen membuat keputusan berupa berapa besar persentase dividen yang dibagi dari EAT (*Earning After Tax*). Adapun rumus yang dapat digunakan untuk mengukur DPR adalah:

$$DPR = \frac{\text{Dividen}}{\text{EAT}}$$

Insider ownership

Variabel ini sebagai variabel independen yang menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen dalam persentase. Ada beberapa pendapat yang mengatakan bahwa *insider ownership* adalah kepemilikan saham oleh *directors* (direk-

tur/manajemen) dan *commissioners* (komisaris), dengan rumus matematis:

$$INS_{it} = \frac{D \& CSHR_{it}}{TOTSHR_{it}}$$

Keterangan:

D & C SHRS_{it} : kepemilikan saham oleh direktur dan komisaris perusahaan *i* pada tahun *t*.

TOTSHRS : jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar.

Risiko pasar

Variabel ini juga merupakan variabel independen, sebagaimana telah diketahui bahwa nilai beta adalah menggambarkan kepekaan perubahan *return* suatu saham terhadap perubahan *return* pasar. Sebagai contoh adalah bila nilai beta sebesar 1 maka berarti perubahan *return market portofolio* sama dengan perubahan *return* saham. Atau bila nilai beta sebesar 1,2 maka berarti jika *return market portofolio* turun sebesar 10% maka *return* saham akan turun sebesar 12%.

Untuk mengukur nilai beta (β) dapat dilakukan dengan persamaan regresi. Adapun persamaan regresinya dapat didasarkan pada model indeks tunggal atau model pasar adalah sebagai berikut:

$$R_i = \alpha_i + \beta_i \cdot R_M + e_i$$

Keterangan:

R_i = *Return* sekuritas ke *I*.

α_i = Suatu variabel acak yang menunjukkan komponen dari *return* sekuritas ke *I* yang independen terhadap kinerja pasar.

β_i = Merupakan koefisien yang mengukur perubahan *R* akibat dari perubahan R_M .

R_M = Tingkat *return* dari indeks pasar.

e_i = Menunjukkan bahwa persamaan linear yang dibentuk mengandung kesalahan atau variabel ini juga sering disebut sebagai variabel pengganggu.

Sementara tingkat keuntungan pasar saham (R_M) dihitung dengan menggunakan data indeks harga saham gabungan dengan formula:

$$Rm_t = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dalam hal ini:

t = hari ke *t*.

t-1 = hari sebelumnya.

Sedangkan keuntungan saham *i* (R_i) ditentukan dengan menggunakan perubahan harga saham yang terjadi setiap hari dengan formula:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dalam hal ini:

P_t = Harga saham untuk hari ke *t*.

P_{t-1} = Harga saham hari sebelumnya

Dari hasil perhitungan beta harian (beta koreksi) kemudian dijumlahkan selama satu tahun dan selanjutnya dibagi dengan *n* (jumlah data beta dalam satu tahun). Dari sini dihasilkan beta tahunan.

Model Pengujian Hipotesis

Persamaan regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini dipakai sebagai dasar untuk menguji hipotesis tentang hubungan antara *insider ownership*, dan risiko pasar (beta) perusahaan dengan pembayaran dividennya (DPR). Sedangkan teknik statistik yang digunakan dalam analisis data adalah model regresi linear berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ins_{it} + \beta_2 Beta + \beta_3 MTBV_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 EV_{it} + \beta_6 Pro_{it} + \beta_7 Grow_{it} + e_{it}$$

Dalam hal ini:

DPR_{it} = rasio pembayaran dividen dari perusahaan *i* tahun *t*.

Ins_{it} = *insider ownership* perusahaan *i* pada tahun *t*.

- Beta = risiko pasar.
 MTBV_{it} = *market to book value* perusahaan *i* pada tahun *t*.
 Size_{it} = *total asset* perusahaan *i* pada tahun *t*.
 EV_{it} = *earning variability* perusahaan *i* pada tahun *t*.
 Pro_{it} = *profitability* perusahaan *i* pada tahun *t*.
 Grow_{it} = pertumbuhan *total asset* perusahaan *i* pada tahun *t*.

Teknik Analisis Data

Tujuan pengujian regresi adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh *insider ownership* dan risiko pasar terhadap dividen dalam hal ini *dividend payout ratio* (DPR). Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individu diuji dengan uji T, sedangkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan diuji dengan uji F.

Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan parameter model penduga yang sah bila memenuhi asumsi normalitas, tidak terjadi

autokorelasi, multikolinearitas, dan heterokedastisitas atau data bersifat homokedastisitas.

HASIL PENELITIAN

Untuk melakukan perhitungan atau pengujian dengan menggunakan model regresi linear berganda dapat digunakan program *software SPSS for Windows 11.5*. Pengolahan data dengan menggunakan program *software SPSS for Windows 11.5* menghasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 83,628 - 6,396 (Ins_{it}) + 6,694 (Beta) + 23,400 (MTBV_{it}) - 0,000005542 (Size_{it}) - 2,958 (EV_{it}) - 182,722 (Pro_{it}) + 47,487 (Grow_{it}) + e_{it}$$

Uji T

Ringkasan hasil pengujian pengaruh variabel dependen yaitu DPR terhadap variabel independen yaitu *Insider* dan Beta, serta variabel pengontrol yaitu *MTBV*, *Size*, *Earning Variability*, *Profitability*, dan *Growth* selengkapnya disajikan pada tabel berikut ini:

Tabel Hasil Uji T

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	<i>t</i> _{hitung}	Sig. T
Insider	-6.396	-1.765	0.087
Beta	6.694	0.394	0.696
MTBV	23.400	3.922	0.000
Size	0.000005542	-2.033	0.050
Earning Variability	-2.958	-2.107	0.043
Profitability	-182.722	-0.938	0.355
Growth	47,487	0.471	0.641

Pengujian Hipotesis 1

- ❑ Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel *insider* (P-value) = 0,087 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$ (lihat tabel hasil uji T).
- ❑ H1 ditolak karena P-value $> \alpha$, artinya bahwa secara statistik perusahaan yang kepemilikan saham insidernya tinggi tidak akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah.

Pengujian Hipotesis 2

- ❑ Dari hasil olah data dengan menggunakan SPSS dapat nilai signifikansi variabel Beta (P-value) = 0,696 yang lebih besar daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$.
- ❑ H2 ditolak karena P-value $> \alpha$, artinya bahwa secara statistik perusahaan yang memiliki risiko pasar yang tinggi tidak akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah.

Uji F

Ringkasan hasil pengujian pengaruh variabel bebas secara simultan atau bersama-sama terhadap variabel DPR disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel Hasil Uji F

Adj R Square	f_{hitung}	Sig. F
0.226	2.625	0.029

Dari hasil olahan data dengan menggunakan program SPSS didapat nilai signifikansi (P-value) lebih kecil daripada tingkat signifikansi $\alpha = 5\%$. Hal ini berarti H1 diterima. H1 diterima artinya ada pengaruh signifikan antara *Insider*, Beta, *MTBV*, *Size*, *Earning Variability*, *Profitability*, dan *Growth* secara simultan atau serentak terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Nilai Adjusted R Square sebesar 0,226 berarti bahwa sekitar 22,6% variasi dari DPR dapat dije-

laskan oleh variasi dari variabel-variabel *Insider*, Beta, *MTBV*, *Size*, *Earning Variability*, *Profitability*, dan *Growth*.

DISKUSI HASIL PENELITIAN

Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa tingginya jumlah kepemilikan saham insider tidak menyebabkan rendahnya rasio pembayaran dividen. Hasil analisis tersebut bertentangan dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menyimpulkan bahwa tingkat kepemilikan saham oleh manajemen akan menyebabkan tingkat pembayaran dividen yang rendah (Suhartono, 2004 dan Wahidawati, 2002). Ditolaknya hipotesis pertama dalam penelitian ini menunjukkan bahwa manajer yang memiliki kepemilikan saham yang tinggi tidak termotivasi untuk membagikan dividen yang rendah.

Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan yang ia pimpin mempunyai peran ganda, yaitu sebagai manajer sekaligus sebagai investor. Secara teoritik ia sebagai manajer akan termotivasi untuk memperoleh *return* yang tinggi, misalnya dengan menekan jumlah pembayaran dividen agar ia punya jumlah kas yang cukup untuk pembayaran bonusnya sebagai manajemen. Akan tetapi hasil penelitian ini tidak sesuai dengan teori tersebut, hal ini dapat disebabkan oleh beberapa hal, misalnya: dividen tidak memberi kontribusi maksimum terhadap return saham; tidak dianutnya *imputation tax system* di Indonesia.

Dividen adalah salah satu sumber aliran kas bagi para investor, akan tetapi dividen bukan merupakan motivator utama bagi investor untuk membeli atau tidak membeli saham tertentu. *Capital gain* yang didapat dari fluktuasi harga saham justru merupakan motivator terbesar bagi investor untuk berinvestasi. Sementara itu, sebuah negara yang tidak menerapkan *imputation tax system* maka akan menerapkan penarikan pajak berganda terhadap dividend yang

dibagikan kepada para pemegang saham. Pertama, laba perusahaan sudah terkena pajak pendapatan, kedua ketika laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividend dikenakan lagi pajak penghasilan perseorangan. Dalam sebuah negara yang tidak menerapkan *imputation tax system*, misalnya Indonesia maka kebijakan pembayaran dividen yang tinggi tidak akan memotivasi investor untuk berinvestasi dalam perusahaan tersebut karena investor tidak akan mendapatkan keuntungan pajak dari dividend yang mereka terima.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki risiko pasar yang tinggi tidak memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Ditolaknya hipotesis ke dua dalam penelitian ini menguatkan teori Modigliani dan Miller tentang tidak relevannya kebijakan dividen dengan return saham. Risiko sistematis (*beta*) adalah risiko yang berkaitan dengan faktor pasar dan ekonomi yang luas, bukan faktor-faktor individual perusahaan. Dengan demikian kebijakan-kebijakan internal perusahaan (seperti jumlah pembayaran dividen) tidak berkorelasi dengan faktor risiko sistematis. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibagi adalah merupakan *discretionary policy* yang ada di tangan manajemen, sehingga faktor *beta* bukan merupakan faktor penentu terhadap jumlah dividen yang akan dibagikan oleh manajemen.

KESIMPULAN

Dari analisis terhadap hasil penelitian pengaruh *Insider Ownership*, Beta, MTBV (*Market to Book Value*), *Size*, EV (*Earnings Variability*), *Profitability*, dan *Growth* terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*) pada perusahaan manufaktur yang dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Berdasarkan uji T dari ketujuh variabel yang dianalisis yaitu: *Insider Owner-*

ship dan Beta sebagai variabel bebas, serta MTBV (*Market to Book Value*), *Size*, EV (*Earning Variability*), *Profitability* (ROA), dan *Growth* sebagai variabel pengontrol yang diuji terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*), tidak ada satupun variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan nilai p-value lebih besar dari 0,05.

2. Berdasarkan kesimpulan dari uji T yang telah dijelaskan di atas, maka dalam penelitian ini hipotesa 1 yaitu perusahaan yang kepemilikan saham insider-nya tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen rendah tidak terbukti. Demikian juga dengan hipotesa 2 yaitu perusahaan yang memiliki risiko pasar yang tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah tidak terbukti.
3. Berdasarkan uji F dari ketujuh variabel yang dianalisis yaitu: *Insider Ownership* dan Beta sebagai variabel bebas, serta MTBV (*Market to Book Value*), *Size*, EV (*Earning Variability*), *Profitability* (ROA), dan *Growth* sebagai variabel pengontrol yang diuji terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*), secara keseluruhan berpengaruh secara signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan nilai p-value lebih kecil dari 0,05.
4. Berdasarkan kesimpulan uji F yang telah dijelaskan di atas, maka baik variabel *Insider Ownership* dan Risiko Pasar (Beta) sebagai variabel independen, serta variabel *Market to Book Value*, *Size*, EV (*Earning Variability*), *Profitability*, dan *Growth* sebagai variabel pengontrol secara keseluruhan berpengaruh secara signifikan terhadap DPR (*Dividend Payout Ratio*).

DAFTAR PUSTAKA

- Awat, N.J. (1999), *Manajemen Keuangan Pendekatan Matematis*, Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Brigham, E.F dan Houston, J.F. (2001), *Fundamentals of Financial Management*, USA: Thomson.
- Fauzan (2002), "Hubungan Biaya Keagenan, Risiko Pasar dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.1, No.2, September, hal: 114-138.
- Jauhari, A.H. (2000), "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder", *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol.6, Desember, hal: 1-22.
- Jogiyanto, H.M. (2000), *Teori Portofolio dan Analisa Investas*, Edisi Kedua, Jakarta: Erlangga.
- Sartono, A (2001), "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)", *Jurnal Siasat Bisnis*, No.6, Vol.2, hal: 107-119.
- Septiyanti, R. (2003), "Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio dengan Laba Sebagai Variabel Pemoderasi", *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, Oktober, hal: 588-600.
- Suhartono, (2004), "Pengaruh Insider Ownership, Net Organizational Capital, dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen", *Kajian Bisnis STIE Widya Wiwaha*, Vol.12, No.1, Januari, hal: 41-55.
- Sutanto, S.M. (2002), "*Hubungan Kepemilikan Institusional, Risiko Pasar, Peluang Investasi dengan Kebijakan Dividen*". Tesis S-2, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.
- Van Horne, J.C. (1998), *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jakarta: Salemba Empat.
- Wahidahwati, (2002), "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linear dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen", *Simposium Nasional Akuntansi 5*, Semarang, September, hal: 601-625.
- Weston, F. Dan Copeland, T. (1997), *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jakarta: Binarupa Aksara.
- Wiyati, K.D. (2003), "*Dampak Kepemilikan Insider dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*", Tesis S-2, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta.