



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, PAJAK, DAN
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP
PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN NON
FINANSIAL YANG TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI

**MARLENE ARTHA MATHILDA
1006813323**

**PROGRAM EKSTENSI FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS INDONESIA
DEPOK
2012**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, PAJAK, DAN
PERTUMBUHAN PERUSAHAAN TERHADAP
PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN NON
FINANSIAL YANG TERDAFTAR DI BEI**

SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana

**MARLENE ARTHA MATHILDA
1006813323**

**PROGRAM EKSTENSI FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS INDONESIA
DEPOK
2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Marlene Artha Mathilda

NPM : 1006813323

Tanda Tangan :



Tanggal : 3 Juli 2012

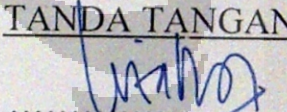
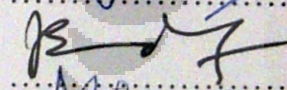
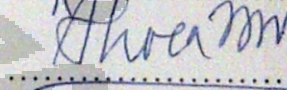
HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :

Nama : Marlene Artha Mathilda
NPM : 1006813323
Program Studi : Ekstensi Akuntansi
Judul Skripsi : Pengaruh Struktur Kepemilikan,
Pajak, dan Pertumbuhan Perusahaan
Terhadap Perusahaan Non Finansial
yang Terdaftar di BEI

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Ekstensi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

	<u>NAMA</u>	<u>TANDA TANGAN</u>
Pembimbing :	Eliza Fatima, SE, ME, CPA	
Penguji :	Budi Frensidy SE, M.Com	
Penguji :	Purwatiningsih SE, Ak, MBA, DEA	

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 3 Juli 2012

KPS EKSTENSI AKUNTANSI

SRI NURHAYATI, MM.,S.A.S

NIP : 196003171986022001

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Tuhan Yesus Kristus, atas segala berkat dan penyertaanNya yang begitu besar sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Oleh karena kasih dan karunia yang diberikanNya, skripsi ini dapat selesai dengan baik dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana pada Program S1 Ekstensi Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa tanpa adanya bantuan, bimbingan, dan dorongan dari berbagai pihak, penulis tidak mampu menyelesaikan skripsi ini dengan baik. Untuk itu perkenankanlah penulis mengucapkan terima kasih yang tulus dan sebesar-besarnya kepada pihak-pihak yang membantu kelancaran dalam penulisan laporan magang ini yaitu:

1. Ibu Eliza, SE, ME, CPA selaku dosen pembimbing yang telah menyediakan waktu dan pikirannya untuk memberikan bimbingan dan arahan kepada penulis serta memberikan masukan yang sangat berguna bagi penulis untuk menyelesaikan laporan magang ini.
2. Ibu Purwatiningsih, SE, Ak, MBA, DEA dan Bapak Budi Frensidy, SE, M.Com selaku dosen penguji yang telah membantu penulis melewati tahap sidang sampai dengan memberikan saran dan arahan dalam menyelesaikan revisi skripsi.
3. Kedua orang tua penulis yang senantiasa memberikan dukungan dan bantuan secara penuh, baik materil maupun moril, dari awal sampai dengan penulis berhasil menyelesaikan skripsi ini.
4. Kakak penulis, Viona yang selalu menemani dan memberikan semangat kepada penulis dengan penuh perhatian dan kasih sayang. Terimakasih secara khusus juga untuk kakak penulis yang telah bahagia di atas sana, Raymond, *I miss you.*

5. Teman-teman terdekat di ekstensi angkatan 2010 ini, Aisa, Anita, Tidot, Ayu, Mayang, Radit, dan Willa. Terimakasih buat semua bantuan, dukungan, dan kebersamaan selama belajar dan senang-senang.
6. Seluruh sahabat dan teman-teman lainnya di luar FEUI, Kikido, dan Aldo yang selalu memberikan dukungan penuh kepada penulis dalam hal apapun, terimakasih atas semangat dan doa yang kalian berikan.
7. Dosen-dosen di FEUI yang senantiasa memberikan ilmu yang sangat berharga dan berarti bagi penulis serta teman-teman di program ekstensi akuntansi angkatan 2010 lainnya yang berjuang menghadapi kelulusan bersama-sama.

Akhir kata penulis berharap semoga skripsi yang disusun dengan berbagai kekurangan dan keterbatasan ini dapat memberikan manfaat bagi siapapun yang membacanya. Dan dengan adanya berbagai kekurangan tersebut, penulis ingin meminta maaf sekaligus mengucapkan terimakasih sekali lagi kepada semua pihak yang telah membantuk penulis menyelesaikan skripsi ini.

Jakarta, 3 Juli 2012

Penulis,

Marlene Artha Mathilda

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Marlene Artha Mathilda
NPM : 1006813323
Program Studi : S1 Ekstensi
Departemen : Akuntansi
Fakultas : Ekonomi
Jenis karya : Skripsi

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

**Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pajak, dan Pertumbuhan Perusahaan
Terhadap Pembayaran Dividen pada Perusahaan Non Finansial yang
Terdaftar di BEI**

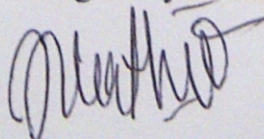
beserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan memublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 3 Juli 2012

Yang menyatakan



Marlene Artha Mathilda

ABSTRAK

Nama : Marlene Artha Mathilda
Program Studi : S1 Ekstensi Akuntansi
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan, Pajak, dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Pembayaran Dividen pada Perusahaan Non Finansial yang Terdaftar di BEI

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, pajak, dan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini juga menggunakan 3 (tiga) variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, *leverage*, dan profitabilitas. Sampel dalam penelitian ini adalah 120 perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007 dan 2009. Penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang diukur dengan kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen perusahaan. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap pembayaran dividen. Selain itu juga ditemukan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap pembayaran dividen. Variabel lain yaitu pajak dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.

Kata kunci:

Dividen, *Dividend Payout Ratio*, struktur kepemilikan, pajak, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage*, profitabilitas

ABSTRACT

Name : Marlene Artha Mathilda
Study Program : S1 Ekstensi Akuntansi
Title : The Effect of Ownership Structure, Tax, and Firm Growth on Dividend Payment of Non Financial Companies Listed on BEI

This study aims to examine the effect of ownership structure, tax, and firm growth on dividend payment as measured using the Dividend Payout Ratio. (DPR). This study also used 3 (three) control variables, those are firm size, leverage, and profitability. The sample of this research is 120 non financial companies that listed in Indonesian Stock Exchange period 2007 and 2009. This research shows that the ownership structure as measured by stock ownership by directors and commissioners have a positive effect on a firm's dividend payout ratio. This research also shows that profitability and firm size gives significantly positive effect on dividend payment. It also found that leverage gives significantly negative effect on dividend payment. The other variables which is tax and growth are not significant to dividend payment.

Key words:

Dividend, Dividend Payout Ratio, ownership structure, tax, growth, size, leverage, profitability

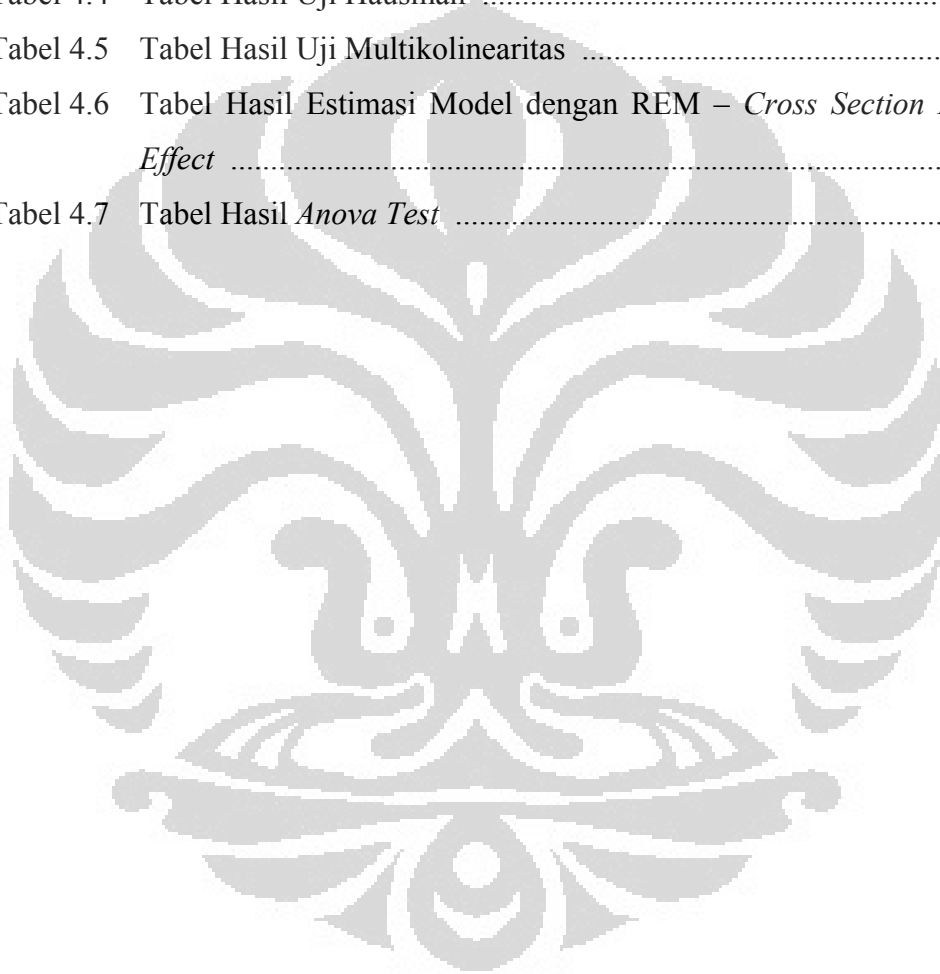
DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH	vi
ABSTRAK	viii
DAFTAR ISI	ix
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR RUMUS	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Masalah	6
1.3 Tujuan Penelitian	7
1.4 Manfaat / Kontribusi Utama dalam Penelitian	7
1.5 Sistematika Penulisan	7
II. LANDASAN TEORI	9
2.1 Teori Keagenan.....	9
2.2 Dividen.....	12
2.2.1 Pengertian dan Jenis-jenis Dividen.....	12
2.2.2 Teori Kebijakan Pembayaran Dividen	14
2.2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	20
2.2.4 Prosedur Pembayaran Dividen	24
2.2.5 Pola Pembayaran Dividen	25
2.3 Struktur Kepemilikan	27
2.4 Pajak	30
2.5 Pertumbuhan Perusahaan	32
2.6 Pengembangan Hipotesis	34
2.6.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pembayaran Dividen	34
2.6.2 Pengaruh Pajak terhadap Pembayaran Dividen	36
2.6.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Pembayaran Dividen	37
2.7 Variabel Kontrol	38
2.7.1 Ukuran Perusahaan	38
2.7.2 <i>Leverage</i>	38
2.7.3 Profitabilitas	39
III. METODOLOGI PENELITIAN	40
3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis	40
3.2 Sumber Data	41
3.3 Metode Pengumpulan Data	41
3.4 Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	41

3.5	Definisi Operasional Variabel	42
3.5.1	Variabel Dependen	42
3.5.2	Variabel Independen	42
3.5.2.1	Struktur Kepemilikan	43
3.5.2.2	Pajak	43
3.5.2.3	Pertumbuhan Perusahaan	45
3.5.3	Variabel Kontrol	45
3.5.3.1	Ukuran Perusahaan	45
3.5.3.2	<i>Leverage</i>	46
3.5.3.3	Profitabilitas	46
3.6	Model Penelitian	47
3.7	Metode Pengolahan Data	47
3.7.1	Pendekatan <i>Pooled Least Square</i> (PLS)	48
3.7.2	Pendekatan Efek Tetap atau <i>Fixed Effect Model</i> (FEM)	49
3.7.3	Pendekatan Efek Acak atau <i>Random Effect Model</i> (REM)	49
3.8	Pengujian Asumsi Klasik	50
3.8.1	Uji Multikolinearitas	51
3.8.2	Uji Autokorelasi	51
3.8.3	Uji Heterokedastisitas	52
3.9	Pengujian Hipotesis	54
3.9.1	Analisis Koefisien Determinasi (R^2)	54
3.9.2	Pengujian Simultan (Uji F-statistik)	54
3.9.3	Pengujian Parsial (Uji t-statistik)	55
IV.	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	56
4.1	Pemilihan Sampel Penelitian	56
4.2	Analisa Statistik Deskriptif	57
4.3	Pemilihan Metode dan Model Estimasi	59
4.4	Pengujian Asumsi Klasik	61
4.4.1	Uji Multikolinearitas	62
4.4.2	Uji Autokorelasi dan Uji Heterokedastisitas	63
4.5	Analisis Regresi Linier Berganda	64
4.5.1	Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pembayaran Dividen	66
4.5.2	Pengaruh Pajak terhadap Pembayaran Dividen	67
4.5.3	Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Pembayaran Dividen	69
4.5.4	Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Pembayaran Dividen	70
4.6	Analisis Tambahan	72
V.	KESIMPULAN DAN SARAN.....	74
5.1	Kesimpulan	74
5.2	Keterbatasan Penelitian	75
5.2	Saran untuk Penelitian Selanjutnya	75
	DAFTAR REFERENSI.....	77
	LAMPIRAN	

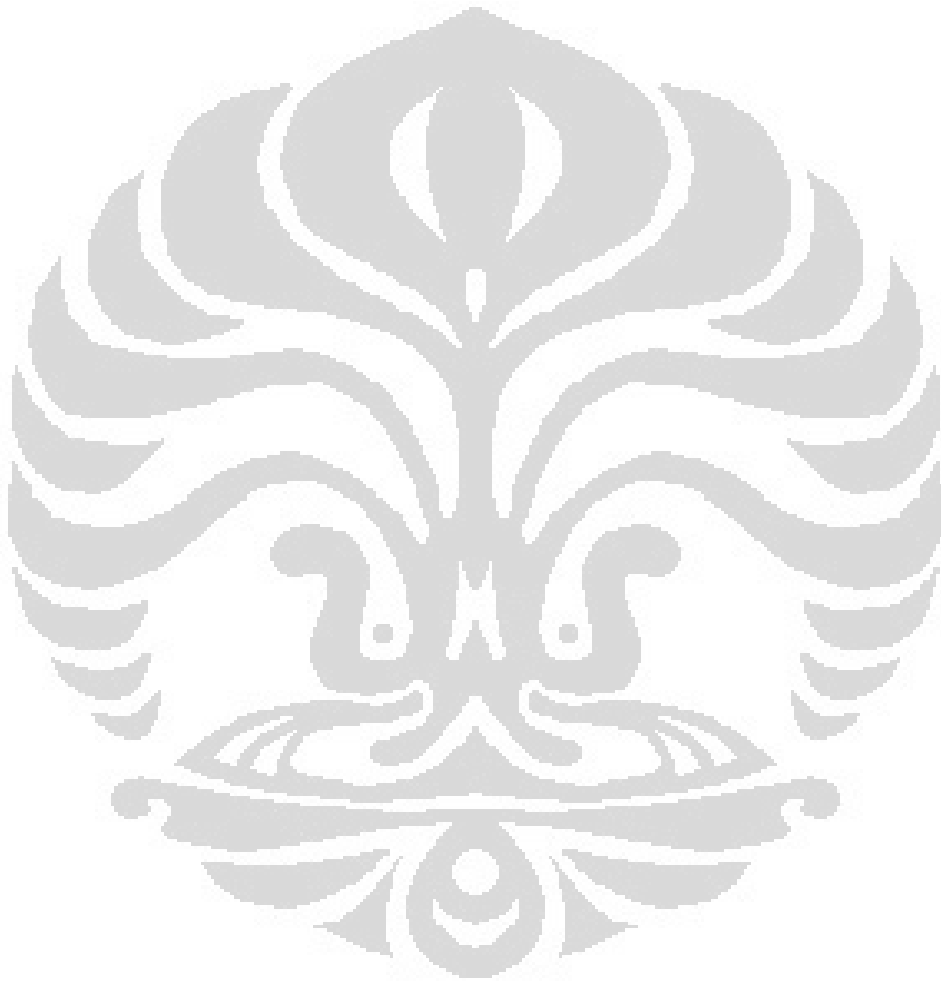
DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Tarif Pajak atas Penghasilan Kena Pajak Bagi WP Badan	44
Tabel 4.1	Tabel Hasil Pemilihan Sampel	56
Tabel 4.2	Tabel Hasil Statistik Deskriptif	57
Tabel 4.3	Tabel Hasil Uji Chow	60
Tabel 4.4	Tabel Hasil Uji Hausman	61
Tabel 4.5	Tabel Hasil Uji Multikolinearitas	62
Tabel 4.6	Tabel Hasil Estimasi Model dengan REM – <i>Cross Section Random Effect</i>	64
Tabel 4.7	Tabel Hasil <i>Anova Test</i>	73



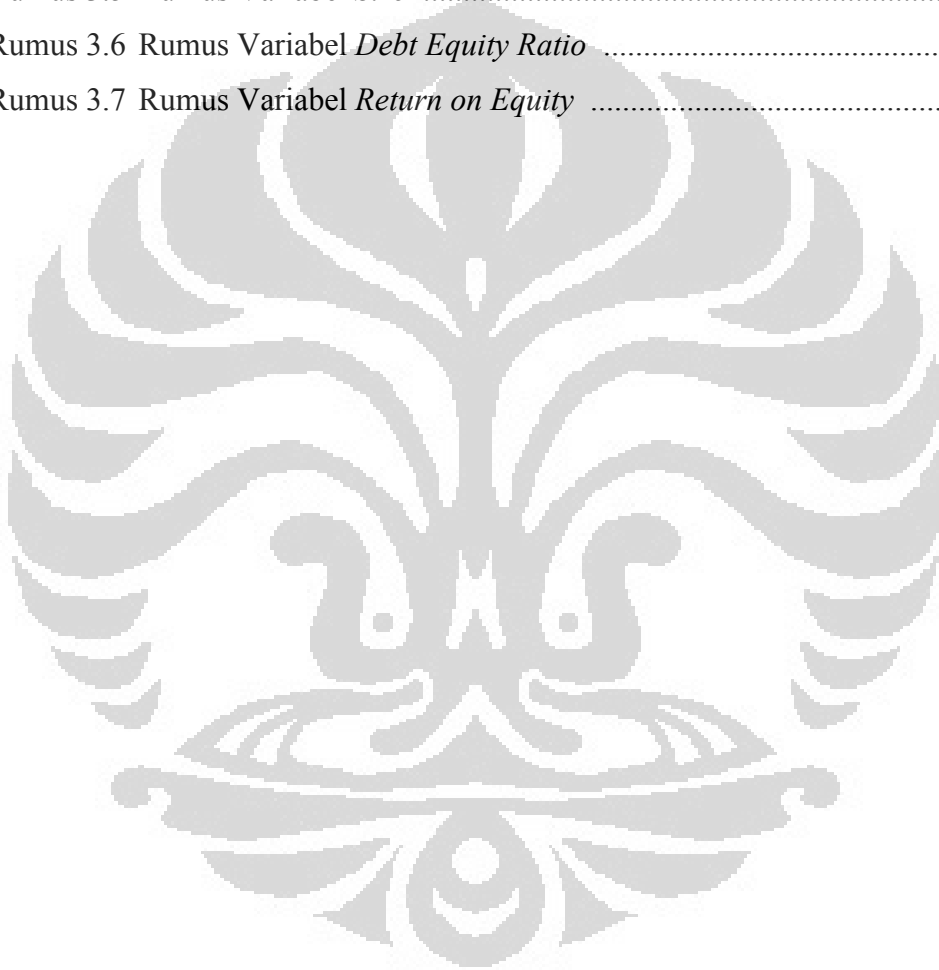
DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1	Gambar Kerangka Pemikiran Teoritis	40
------------	--	----



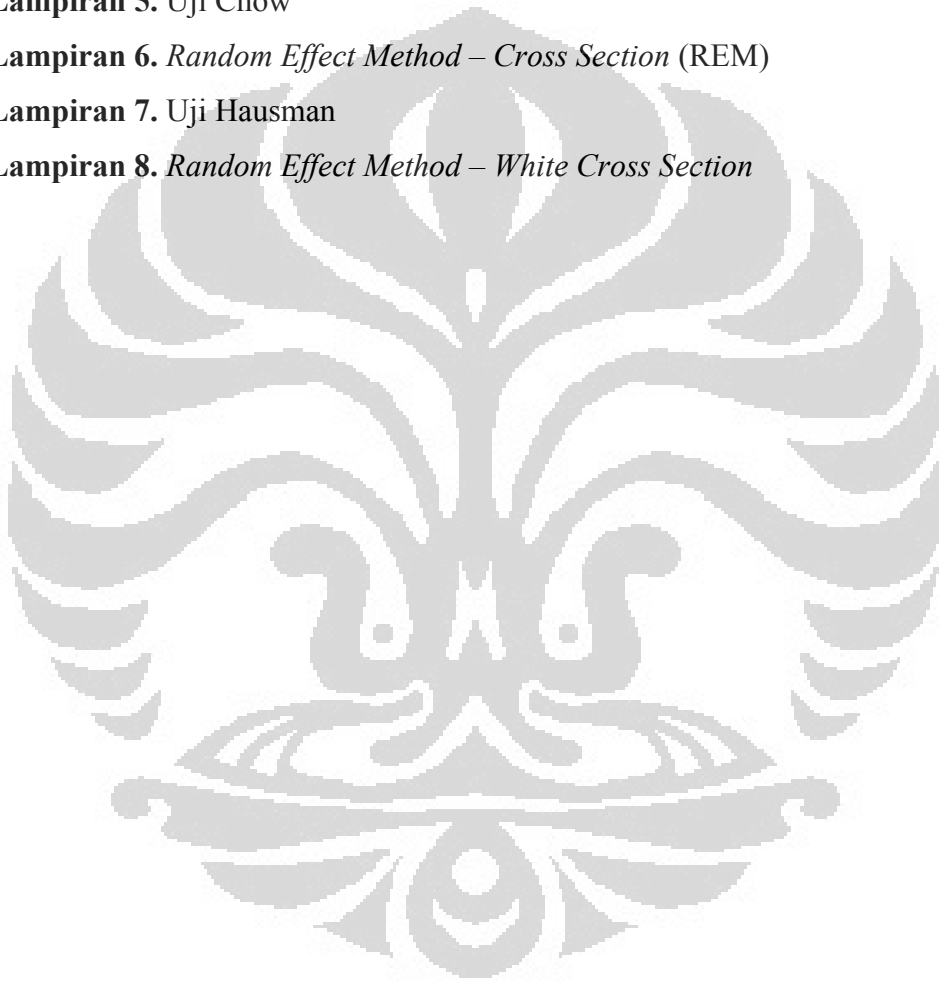
DAFTAR RUMUS

Rumus 3.1 Rumus Variabel <i>Dividend Payout Ratio</i>	42
Rumus 3.2 Rumus Variabel <i>Board Ownership</i>	43
Rumus 3.3 Rumus Variabel <i>Tax Rate</i>	44
Rumus 3.4 Rumus Variabel <i>Growth</i>	45
Rumus 3.5 Rumus Variabel <i>Size</i>	45
Rumus 3.6 Rumus Variabel <i>Debt Equity Ratio</i>	46
Rumus 3.7 Rumus Variabel <i>Return on Equity</i>	46



DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1.** Sampel Penelitian
- Lampiran 2.** Statistik Deskriptif
- Lampiran 3.** *Pooled Least Square Method*
- Lampiran 4.** *Fixed Effect Method – CrossSection (FEM)*
- Lampiran 5.** Uji Chow
- Lampiran 6.** *Random Effect Method – Cross Section (REM)*
- Lampiran 7.** Uji Hausman
- Lampiran 8.** *Random Effect Method – White Cross Section*



BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Di era globalisasi ini, pasar modal Indonesia telah mengalami perkembangan yang begitu pesat dan memegang peranan penting dalam memobilisasi dana dari investor yang ingin berinvestasi di pasar modal. Pasar modal merupakan pasar yang mempertemukan pihak yang menawarkan dan yang memerlukan dana jangka panjang (dalam jangka diatas satu tahun) atau pasar dimana saham biasa, saham preferen, dan obligasi diperdagangkan (Hanafi, 2004). Para investor yang menanamkan modalnya perlu memperhatikan dua hal yaitu keuntungan yang diharapkan dan risiko yang mungkin akan terjadi. Semakin tinggi risiko yang dihadapi maka semakin tinggi keuntungan yang diperoleh dan semakin rendah risiko yang dihadapi maka semakin kecil pula *return* yang didapatkan.

Tujuan dari investor dalam menginvestasikan modalnya pada dasarnya adalah untuk mencari pendapatan atau tingkat pengembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga beli (*capital gain*) (Siamat, 2004). Dengan demikian, investor yang bermain di bursa juga mungkin akan mengalami *capital loss*. Para investor yang tidak bersedia mengambil risiko tinggi (*risk aversion*) tentu saja akan memilih dividen daripada *capital gain*. Investor seperti ini biasanya investor jangka pendek dan sangat cermat mempertimbangkan kemana dananya akan diinvestasikan. Investor seperti ini tidak berniat untuk mengambil *capital gain* di masa yang akan datang. Investor yang memilih dividen selalu berharap untuk mendapat dividen dalam jumlah besar atau minimal relatif stabil dari tahun ke tahun karena akan mengurangi ketidakpastian investor yang telah menanamkan dananya pada perusahaan. Sebagian lain dari laba bersih perusahaan merupakan saldo laba (*retained earning*) yang akan digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi kembali (*reinvestment*). Hal ini

merupakan inti dari kebijakan dividen, khususnya dalam menentukan besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Hadiwidjaja, 2008).

Salah satu tujuan suatu perusahaan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan atau memaksimalkan kekayaan pemegang saham (*shareholders*) melalui peningkatan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tersebut dapat dicapai jika perusahaan mampu beroperasi dengan mencapai keuntungan yang ditargetkan. Melalui keuntungan yang diperoleh tersebut, perusahaan akan mampu memberikan dividen kepada pemegang saham, meningkatkan pertumbuhan perusahaan, dan mempertahankan kelangsungan hidupnya. (Sulistiyowati et al., 2010). Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan saldo laba menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang diperoleh kemudian hari (Yuniningsih, 2002).

Easterbrook (1984) dalam Nuringsih (2005) menyatakan bahwa masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan. Salah satu pihak yang menetapkan alokasi dividen adalah manajer. Perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang rendah agar memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah dibandingkan dengan utang atau penerbitan saham baru. Pada kenyataannya, manajer juga terlibat dalam kepemilikan saham sehingga terkadang menginginkan *return* dalam bentuk dividen. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri.

Para manajer dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali tindakannya bukan memaksimalkan kemakmuran *shareholder*, melainkan lebih mementingkan untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Kondisi ini akan mengakibatkan

Universitas Indonesia

munculnya perbedaan kepentingan antara para pemegang saham di luar perusahaan (*external shareholder*) dengan manajemen. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan inilah yang disebut dengan konflik keagenan atau *agency conflict* (Jensen dan Meckling, 1976).

Konflik keagenan dapat menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan dari nilai perusahaan akan mempengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga para pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen perusahaan. Peningkatan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan (Keown, 2000). Dengan meningkatkan persentase kepemilikan, manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang jumlahnya lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan kepemilikan manajerial kecil. Kepemilikan manajerial yang besar merupakan sinyal yang baik bagi pemegang saham.

Dalam hasil penelitiannya, Dewi (2008) dan Gustiana (2009) menemukan bahwa ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Penelitian Schooley dan Berney (1994) dalam Nuringsih (2005) mengungkapkan hubungan antara *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa pada tingkat *managerial ownership* yang tinggi, manajer mengalokasikan pada saldo laba daripada membayar dividen. Penelitian oleh Jensen et al. (1992) dan Afza (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dinyatakan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan Nuringsih (2005) mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) dan Mulyono (2009) tidak menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan atas kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*.

Dalam penelitiannya, Shah et al (2010) mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Penelitian ini mengatakan

Universitas Indonesia

bahwa semakin tinggi presentase kepemilikan oleh dewan direksi, maka tingkat dividen tunai juga semakin tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki efek yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Di dalam penelitian ini juga ditambahkan tiga variabel kontrol yaitu *size*, *leverage*, dan profitabilitas. Dari ketiga variabel kontrol tersebut, hanya *size* yang mempunyai hubungan positif terhadap *dividend payout* walaupun tidak signifikan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, penulis tertarik untuk mengembangkan penelitian yang dilakukan oleh Shah dengan menambahkan variabel independen lain yaitu pajak dan pertumbuhan perusahaan untuk melihat apakah pajak dan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (1998) dalam Hadiwijaja (2007), pajak merupakan faktor yang perlu diperhatikan dalam menentukan kebijakan dividen. Karena investor juga membayar pajak penghasilan, maka investor yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi (di Indonesia *tax bracket* tertinggi adalah 10% bagi Wajib Pajak Orang Pribadi dan bersifat final) mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gains*. Jika sebagian besar pemegang saham merupakan investor yang mempunyai *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.

Dengan adanya pajak, maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gain* (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gain* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima *capital gain* daripada dividen karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui / dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham (Atmaja, 2008). Teori yang diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) juga menyatakan bahwa adanya pajak yang dikenakan terhadap keuntungan dividen dan *capital gain*

menyebabkan para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Samuel dan Inyada (2010) melakukan studi pengaruh pajak penghasilan perusahaan terhadap kebijakan dividen pada lembaga keuangan di Nigeria. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada korelasi positif antara pajak dan dividen. Hubungan positif menunjukkan bahwa dengan meningkatnya dividen, *corporate tax* meningkat. Selain itu ditemukan bahwa hubungan positif antara pajak penghasilan perusahaan dan kebijakan dividen signifikan. Hal ini berarti bahwa perubahan tarif pajak penghasilan badan secara signifikan akan mempengaruhi kebijakan dividen pada lembaga keuangan di Nigeria. Dalam penelitiannya, Aribowo (2009) menunjukkan hasil bahwa secara simultan variabel *growth*, *liquidity*, *leverage*, *profitability*, dan *corporate tax* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Hadiwidjaja (2007) mengatakan bahwa *tax rate* memiliki pengaruh negatif dan secara parsial signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Bernheim (1991) mengatakan bahwa *tax rate* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Seperti yang telah dibicarakan di atas, setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, namun kedua tujuan tersebut tidak selalu sejalan. Sebab apabila semakin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya adalah menghambat tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatannya. Jika perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatannya tetap didalam perusahaan, berarti bagian dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen adalah semakin kecil.

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan

Universitas Indonesia

(*growth*) perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Tampubolon, 2005 dalam Sulistiyowati et al, 2010). Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang, maka perusahaan lebih senang untuk menahan labanya sebagai *retained earning* daripada membayarkannya sebagai dividen kepada pemegang saham. Munthe (2009) menyatakan bahwa *growth* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Dalam penelitiannya, Chang dan Ree (1990) menggambarkan hubungan yang terjadi antara *growth potential* dengan dividen dan mereka mengemukakan hubungan antara *growth* dan dividen harus selalu negatif. Observasi ini mendukung hipotesis dimana perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi lebih menyukai rasio pembayaran dividen yang rendah. Penelitian yang dilakukan oleh John (2010) juga menemukan hal yang sama, yaitu bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *growth* dan *dividend payout ratio*. Puspita (2009) juga menyebutkan bahwa *growth* memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Semakin besar pertumbuhan, semakin kecil kebijakan dividen, dan sebaliknya. Sedangkan penelitian oleh Hatta (2002) mengatakan bahwa *growth* secara signifikan tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan latar belakang yang telah dituliskan di atas, maka penulis ingin menguji pengaruh struktur kepemilikan, pajak, dan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen yang menggunakan proksi *Dividend Payout Ratio*.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka yang menjadi masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen?
2. Apakah pajak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen?

Universitas Indonesia

3. Apakah pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap pembayaran dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Dari rumusan masalah yang telah diuraikan di atas, maka tujuan dari penelitian ini dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap pembayaran dividen.
2. Mengetahui pengaruh pajak terhadap pembayaran dividen.
3. Mengetahui pengaruh pertumbuhan perusahaan pembayaran dividen.

1.4 Manfaat / Kontribusi Utama dalam Penelitian

Adapun manfaat yang diharapkan dari penelitian ini, khususnya bagi peneliti selanjutnya dan dunia akademis adalah penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan dan sebagai bahan referensi untuk penelitian selanjutnya karena disini peneliti menambahkan 2 (dua) variabel independen dari penelitian sebelumnya yaitu pajak dan pertumbuhan perusahaan.

1.5 Sistematika Penulisan

Dalam penulisan skripsi ini, pembahasan akan dibagi menjadi lima bab dengan sistematika penulisan sebagai berikut :

BAB I : PENDAHULUAN

Bab I berisi mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat adanya penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : LANDASAN TEORI

Dalam bab ini, penulis membahas teori-teori yang digunakan sebagai dasar penulisan skripsi mengenai struktur kepemilikan, pajak, pertumbuhan perusahaan, dan mengenai kebijakan pembayaran dividen.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Bab III ini berisi metode penelitian yang digunakan dalam penulisan skripsi, meliputi: populasi dan prosedur penentuan sampel, jenis dan sumber data, definisi dan operasional variabel, serta metode analisis.

BAB IV : ANALISA DAN PEMBAHASAN

Dalam bab IV ini membahas mengenai analisa pengaruh struktur kepemilikan, pajak, dan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen pada perusahaan non-finansial yang terdaftar di BEI.

BAB V : KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini membahas mengenai kesimpulan dari hasil keseluruhan penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian serta saran-saran yang tepat bagi penelitian selanjutnya.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Keagenan

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (*principal*) memerintah orang lain (*agent*) untuk melakukan suatu jasa atas nama *principal*. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan utilitas, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan prinsipal (Hendriksen, 2000 dalam Gustiana, 2009). Dalam teori keagenan, dikatakan bahwa manajer (*agent*) dan pemegang saham/investor (*principal*) memiliki kepentingan yang berbeda. Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berlawanan dengan upaya untuk memaksimalkan nilai pasar. Pemegang saham tidak menyukai tindakan manajer yang lebih mengutamakan kepentingan pribadinya karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima.

Manajer cenderung menginginkan pembagian dividen yang kecil untuk memperkuat keuangan perusahaan bersangkutan terhadap masalah investasi perusahaan di masa depan. Pada sisi yang berbeda, para pemegang saham biasanya lebih memilih masalah tambahan dana perusahaan tersebut diambilkan dari utang perusahaan, tetapi tentu saja manajer tidak akan bisa sejalan dengan para pemegang saham dikarenakan pengambilan utang dari luar memiliki resiko yang lebih tinggi. Perbedaan kepentingan seperti inilah yang membuat konflik kepentingan (*agency conflict*) muncul. Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditur, disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Konflik antara manajer dan pemegang

saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer sering terjadi, hal ini dikarenakan manajer tidak ikut memiliki saham perusahaan. Hal ini menyebabkan bahwa tidak semua keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dapat dinikmati oleh manajer, yang berakibat kepada kinerja mereka yang tidak lagi fokus terhadap tujuan utama mereka, yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Dikarenakan pihak manajemen tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Pada suatu perusahaan, konflik kepentingan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham dapat timbul dari adanya kelebihan aliran kas atau *excess cash flow*. Kelebihan arus kas cenderung akan diinvestasikan melebihi tingkat yang optimum dan sering digunakan untuk konsumsi secara berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive perquisites*. Konflik tersebut juga dapat disebabkan oleh perbedaan antara pemegang saham yang lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan resiko lebih rendah untuk melindungi posisinya (Keown, 2000). Pihak manajemen dapat membatasi perbedaan kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada pemegang saham dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah penyimpangan dari agen. Hal tersebut dinamakan dengan biaya keagenan atau *agency cost*. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan atau *agency cost*, yaitu :

Universitas Indonesia

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, kepemilikan saham ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham.
2. Meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, dengan demikian akan memperkecil jumlah aliran kas bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pengertian arus kas bebas itu sendiri adalah ketersediaan 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 dana eksternal. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak eksternal seperti pengawas pasar modal, banker investasi atau *investment banker*, dan investor.
3. Meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu, utang juga dapat mengurangi kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Selain itu menurut Chasanah (2008), salah satu upaya yang dilakukan untuk mengurangi adanya biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen yang dapat menjadi *bonding* bagi manajemen. Pembagian dividen ini membuat pemegang saham mendapatkan pendapatan tambahan selain dari *capital gain*. Dividen juga membuat pemegang saham mempunyai kepastian pendapatan (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Kumar, 2007).

2.2 Dividen

2.2.1 Pengertian dan Jenis-jenis Dividen

Pada umumnya tujuan utama investor adalah untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. *Capital gain* adalah perolehan keuntungan dari selisih lebih antara harga jual dengan harga beli saham, sedangkan dividen merupakan pendapatan yang diterima pemegang saham secara periodik dari sebagian laba bersih yang disisihkan perusahaan. Dividen merupakan sumber informasi yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal. Dividen yang dibayarkan oleh perusahaan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa yang akan datang. Tanpa pembayaran dividen, saham tidak akan bernilai, hanya janji dividen dimasa yang akan datang yang memberikan nilai kepada saham. Menurut pendapat yang konvensional, fluktuasi saham disebabkan oleh perubahan ekspektasi investor tentang nilai dividen dimasa mendatang.

Menurut Riyanto (2001) dalam Chasanah (2008) dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Sutrisno (2001) menyatakan dividen sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Dividen merupakan suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya, baik dalam bentuk kas maupun saham (Rosdini, 2009). Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpin. Ada 5 (lima) bentuk dividen yang dibagikan perusahaan, yaitu (Stice et al, 2004) :

1. *Cash Dividend*

Cash dividend adalah dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk uang tunai (*cash*). Pada waktu rapat pemegang saham, perusahaan memutuskan bahwa sejumlah tertentu dari laba perusahaan akan dibagi dalam bentuk *cash dividend*. Perusahaan hanya berkewajiban membayar dividen setelah perusahaan tersebut mengumumkan

akan membayar dividen. Dividen dibayarkan kepada pemegang saham yang namanya tercatat dalam daftar pemegang saham. Pembayaran dividen dapat dilakukan oleh perusahaan sendiri atau melalui pihak lain, seperti bank.

2. *Stock Dividend*

Stock dividend merupakan pembayaran dividen dalam bentuk saham (*stock*) dan bukan dalam bentuk kas. Pemberian *stock dividend* tambahan sering dimaksudkan untuk menahan kas dalam membiayai aktivitas perusahaan yang dihubungkan dengan pertumbuhan perusahaan. Tetapi ada perusahaan yang melakukan *stock dividend* sebagai alat untuk mengganti *cash dividend* dan dalam hal ini, *stock dividend* tidak mencerminkan prospek pendapatan yang menguntungkan. Di Indonesia, saham yang dibagikan sebagai dividen tersebut disebut saham bonus. Dengan demikian para pemegang saham mempunyai jumlah lembar saham yang lebih banyak setelah menerima *stock dividend*. Dividen saham dapat berupa saham dengan jenis yang sama maupun yang jenis berbeda.

3. *Property Dividend*

Property Dividend adalah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk aktiva selain kas. Aktiva yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki perusahaan, barang dagangan, atau aktiva-aktiva lain. Pemegang saham akan mencatat dividen yang diterimanya ini sebesar harga pasar aktiva tersebut. Akan tetapi perusahaan yang membagi *property dividend* akan mencatat dividen ini sebesar nilai buku aktiva yang dibagikan.

4. *Liquidation Dividend*

Liquidation Dividend adalah dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham dimana sebagian dari jumlah tersebut dimaksudkan sebagai pembayaran bagian laba (*cash dividend*) sedangkan sebagian lagi dimaksudkan sebagai pengembalian modal yang ditanamkan (diinvestasikan)

oleh para pemegang saham ke dalam perusahaan tersebut.

5. *Script Dividend*

Script Dividend adalah suatu surat tanda kesediaan membayar sejumlah uang tertentu yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Surat ini berbunga sampai dengan dibayarkan uang tersebut kepada yang berhak. *Script dividend* seperti ini biasa dibuat apabila pada waktu para pemegang saham mengambil keputusan tentang pembagian laba dimana perusahaan belum (tidak) mempunyai persediaan uang *cash* yang cukup untuk membayar *cash dividend*.

2.2.2 Teori Kebijakan Pembayaran Dividen

Weston and Copeland (1995) dalam Putera (2011) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Sartono (2000), mendefinisikan kebijakan dividen sebagai: “Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam saldo laba guna membiayai investasi di masa datang”. Dari kedua definisi diatas, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba, disamping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham tergantung pada kebijakan masing – masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang serius dari manajemen perusahaan. Kebijakan dividen pada hakikatnya menentukan hasil keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang ditahan sebagai bagian dari saldo laba (Levy dan Sarnat, 1990 dalam Rosdini, 2009).

Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang.

Penentuan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan pada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *dividend payout ratio* didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. *Dividend payout ratio* adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan (Ang, 1997 dalam Risaptoko, 2007). Menurut Keown (2005), *Dividend payout ratio* adalah jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan bersih perusahaan atau pendapatan tiap lembar saham. Hal ini menandakan bahwa penentuan besarnya *dividend payout ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya murah. Dari pengertian tersebut, *dividend payout ratio* didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham disatu sisi, dan kepentingan perusahaan disisi yang lain.

Dividend payout ratio merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*. Semakin tinggi *dividend payout ratio* yang ditetapkan oleh suatu perusahaan, maka semakin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan. Pemegang saham lebih memilih dividen yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon-Lintner sebagai “*the bird in the hand theory*” bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya dividen yang dibagikan. Sedangkan dari sisi perusahaan, kebijakan dividen sangat penting, karena jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan perusahaan, dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana *intern* akan semakin besar.

Bringham dan Houston (2001) mengatakan bahwa kebijakan dividen yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan

Universitas Indonesia

antara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Menurut Atmaja (2008) kebijakan pembagian dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian laba akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan ditahan dalam perusahaan untuk selanjutnya diinvestasikan kembali. Kebijakan pembagian dividen tergantung pada keputusan rapat umum pemegang saham (RUPS). Kebijakan dividen penting bagi perusahaan dengan dua alasan, yaitu :

- a. Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan tersebut.
- b. Saldo laba biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan.

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa ada tiga teori kebijakan dividen dari preferensi investor, yaitu :

1. Teori Dividen Tidak Relevan (Modigliani dan Miller, 1961)

Menurut Modigliani dan Miller (MM) (1961), *dividend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. MM menyatakan bahwa *dividend payout ratio* adalah tidak relevan, selanjutnya harga saham ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Untuk membuktikan teorinya, MM mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- a. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan
- b. Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi
- c. Kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap *dividen payout ratio*
- d. Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang
- e. Distribusi pendapatan di antara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

Beberapa ahli menentang pendapat Modigliani dan Miller tentang dividen tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari saldo laba dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar K_s (biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah K_e (biaya modal sendiri dari saham biasa baru).

Beberapa ahli menyoroti asumsi tidak adanya pajak. Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gain* (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gain* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima *capital gain* dari pada dividen karena pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui / dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

2. Teori *The Bird in the Hand* (Gordon dan Lintner, 1956)

Salah satu asumsi dari teori MM menyatakan bahwa *dividend payout ratio* tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner (1956), tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Dengan kata lain, tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh *dividend payout ratio*. Pendapat Gordon dan Lintner, (1956) oleh MM diberi nama *the bird in the hand fallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga

Universitas Indonesia

dari pada seribu burung di udara. Sementara ini MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh *dividen payout ratio* tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. Teori Perbedaan Pajak (*Tax Preference Theory*) (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979)

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979). Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gain*, para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi akan direspon positif oleh investor. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

Terdapat dua teori lain yang dapat membantu dalam memahami kebijakan dividen menurut Brigham (2001), antara lain :

Universitas Indonesia

a. Teori *Signaling Hypothesis*

Di dalam teori ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa adanya suatu kenaikan dividen di atas yang diharapkan adalah suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan laba masa depan perusahaan yang baik. Sebaliknya, jika terjadi pengurangan atau kenaikan yang lebih kecil dari yang di harapkan merupakan suatu sinyal bahwa manajemen meramalkan laba yang buruk di masa yang akan datang. Berdasarkan teori ini seorang manajer yang mempunyai informasi yang lebih mendalam menggunakan dividen untuk menginformasikan kualitas earning kepada investor.

b. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu DPR yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan), maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari *Clientele* ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek *Clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

2.2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Brigham dan Houston (2001), faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan dapat dikelompokkan menjadi empat, yaitu :

1. Kendala-Kendala Atas Pembagian Dividen

Aspek-aspek yang merupakan kendala atau yang membatasi pembagian dividen adalah antara lain:

a. Kontrak utang

Kontrak utang biasanya membatasi pembagian dividen dari laba yang dihasilkan setelah pinjaman diberikan.

b. Pembatasan saham preferen

Biasanya, dividen saham biasa tidak dapat dibayarkan jika perusahaan belum membayarkan dividen untuk saham preferennya.

c. Ketidacukupan laba

Pembayaran dividen tidak boleh melebihi “saldo laba“ pada pos neraca. Pembatasan resmi ini, yang disebut “*impairment of capital rule*“, dirancang untuk melindungi kreditur. Tanpa peraturan tersebut, suatu perusahaan yang mengalami kesulitan mungkin membagikan sebagian besar aktivasinya kepada pemegang saham dan membiarkan para krediturnya terlantar.

d. Ketersediaan kas

Dividen tunai dapat dibagikan hanya dengan uang kas. Jadi, kekurangan kas dapat membatasi pembagian dividen. Akan tetapi, hal itu bisa diatasi bila perusahaan memperoleh pinjaman.

e. Denda pajak atas penahanan laba yang tidak wajar

Untuk mencegah agar orang-orang kaya tidak menggunakan perusahaan untuk menghindari pajak pribadi, peraturan pajak membuat ketentuan khusus mengenai penimbunan penghasilan yang tidak wajar.

2. Peluang Investasi

a. Kemungkinan untuk mempercepat atau menunda proyek

Kemampuan untuk mempercepat atau menangguhkan proyek akan memungkinkan perusahaan untuk lebih konsisten dengan kebijakan dividen yang stabil.

b. Letak dari daftar peluang investasi

Apabila daftar peluang investasi lebih besar, hal ini akan cenderung menghasilkan target rasio pembayaran dividen yang rendah.

3. Ketersediaan dan Biaya Dari Sumber Modal Alternatif

Ada tiga variabel yang mempengaruhi kebijaksanaan dividen berkaitan dengan ketersediaan dan biaya dari sumber modal alternatif, yaitu :

a. Besarnya biaya penjualan saham baru

Bila ingin membiayai sejumlah investasi tertentu, perusahaan dapat memperoleh ekuitas dengan menahan laba atau dengan menjual saham biasa yang baru. Jika biaya pengembangan (termasuk setiap isyarat negatif yang timbul akibat penawaran saham) tinggi, K_e (biaya modal sendiri dari saham biasa baru) pun akan lebih tinggi daripada K_s (biaya modal sendiri dari saldo laba), sehingga perusahaan itu lebih baik menetapkan rasio pembayaran dividen yang rendah serta melakukan pembiayaan melalui penahanan laba, bukan melalui penjualan tambahan saham biasa.

b. Kemampuan untuk mensubstitusikan ekuitas dengan hutang

Suatu perusahaan dapat membiayai sejumlah investasi tertentu baik dengan utang maupun ekuitas. Pada kebijakan utang, jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio utangnya tanpa menaikkan biaya secara mencolok, perusahaan itu dapat mempertahankan dividen tunai yang konstan, sekalipun labanya berfluktuasi dengan menggunakan rasio utang variabel.

c. Pengendalian

Apabila manajemen peduli akan usaha untuk mempertahankan pengendalian, manajemen enggan untuk menjual saham baru, sehingga perusahaan mungkin akan menahan lebih banyak laba daripada yang seharusnya. Akan tetapi, jika pemegang saham menginginkan dividen yang

lebih tinggi dan terdapat tekanan sejumlah pemegang saham untuk mengambil alih kuasa perusahaan, dividen akan dinaikkan.

4. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kas

Pengaruh kebijakan dividen terhadap kas dapat dilihat dari empat faktor yang meliputi:

- a. Keinginan pemegang saham untuk mendapatkan penghasilan sekarang dibanding penghasilan dimasa yang akan datang,
- b. Tingkat risiko dari dividen dibandingkan *capital gain*,
- c. Manfaat pajak dari *capital gain* dibanding dividen, dan
- d. Informasi atau isyarat yang terkandung dalam dividen.

Gallagher (2003) juga mengemukakan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, antara lain :

1. Kebutuhan akan dana

Kebijakan dividen dipengaruhi oleh pembayaran dividen yang diterima oleh para pemegang saham menggunakan dana yang sebenarnya dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha. Karena itu apabila perusahaan sudah tidak mempunyai dana yang mencukupi untuk membayar dividen, maka perusahaan akan merubah kebijakan dividennya yaitu dengan menurunkan atau tidak membagikan sama sekali dividen kepada para pemegang saham.

2. Ekspektasi manajer

Ketika manajer atau *management* perusahaan yakin bahwa masa depan perusahaan sangat bagus, perusahaan akan membagikan dividen yang sangat besar untuk menjaga kondisi tersebut. Jika keadaan perusahaan memburuk maka akan ada perubahan kebijakan dividen dengan tidak membayarkan dividennya.

3. Preferensi pemegang saham

Faktor ini dipengaruhi *The Clientele Dividend Theory*, dimana ada sebagian pemegang yang memilih untuk mendapatkan *capital gain* dari kenaikan harga saham dengan adanya *retained earnings* daripada mendapatkan dividen. Hal ini disebabkan karena pajak yang dikenakan pada dividen lebih besar. Sehingga perusahaan perlu memperhatikan preferensi pemegang sahamnya sebelum menentukan kebijakan dividennya.

4. Adanya larangan pembayaran dividen

Sebuah perusahaan mungkin mempunyai larangan pembayaran dividen, hal ini dapat disebabkan karena adanya kesepakatan antara perusahaan dengan kreditor untuk tidak membayarkan dividennya selama masa pinjaman. Karena pembayaran dividen dapat mengurangi kas perusahaan yang menyebabkan tingkat *current ratio* jauh dari harapan kreditor.

Menurut Husnan dan Pudjiastutui (1998) dalam Hadiwidjaja (2007), dalam menentukan kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor berikut ini :

1. *Operating Cash Flow*

Jika dana yang diperoleh dari operasi perusahaan dapat dipergunakan dengan menguntungkan, maka dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar.

2. Tingkat laba

Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya jika perusahaan menentukan dividen dalam jumlah yang tidak terlalu besar. Dengan demikian, memudahkan perusahaan untuk meningkatkan dan tidak perlu segera menurunkan dividen jika laba menurun.

3. Kesempatan Investasi

Jika perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen mungkin akan diikuti oleh penurunan harga saham tetapi jika pasar modal efisien, maka harga saham akan

menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya (investasi menguntungkan).

4. Biaya transaksi

Untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham sedangkan pembayaran dividen berarti menerima uang kas. Namun jika investor menjual saham, mereka terkena biaya transaksi. Dengan demikian, jika tidak ada faktor pajak, maka menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gain* sehingga investor cenderung memilih saham yang membagikan dividen secara teratur. Dengan kata lain, biaya transaksi mengakibatkan perusahaan mengeluarkan dividennya lebih besar

5. Pajak penghasilan

Karena investor juga membayar pajak penghasilan, maka investor yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gain*. Jika sebagian besar pemegang saham merupakan investor yang mempunyai *tax bracket* yang tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak terlalu besar.

2.2.4 Prosedur Pembayaran Dividen

Prosedur atau langkah-langkah pembayaran dividen adalah pengumuman perusahaan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham yang disebut juga dengan tanggal pengumuman dividen (Ang, 1997 dalam Andriyani, 2008). Di dalam pembayaran dividen, perusahaan selalu akan mengumumkan secara resmi jadwal pelaksanaan pembayaran dividen tersebut baik dividen tunai maupun dividen saham (Husnan dan Pudjiastuti, 1998). Tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan di dalam pembayaran dividen adalah sebagai berikut :

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*)

Merupakan tanggal resmi pengumuman oleh perusahaan tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang akan dilakukan.

2. Tanggal cum-dividen (*cum-dividend date*)

Merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham dimana para investor masih memiliki hak untuk mendapatkan dividen baik dividen tunai maupun dividen saham.

3. Tanggal ex-dividen (*ex-dividend date*)

Merupakan tanggal dimana perdagangan saham tersebut sudah tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen. Investor yang membeli saham pada tanggal ini atau sesudahnya, maka investor tersebut tidak dapat mendaftarkan namanya untuk mendapatkan dividen.

4. Tanggal pencatatan pemegang saham (*date of record*)

Tanggal ini adalah tanggal terakhir dimana seorang investor harus terdaftar sebagai pemegang saham perusahaan publik sehingga ia mempunyai hak yang diperuntukkan bagi pemegang saham. Jadi setelah membeli saham, pemegang saham harus mendaftarkan kepada Biro Administrasi Efek yang ditunjuk oleh perusahaan untuk meregistrasi nama sebagai pemegang saham yang berhak sebelum atau pada saat *date of record*.

5. Tanggal pembayaran dividen (*payment date*)

Beberapa minggu setelah *date of record*, dividen akan dibayarkan pada para pemegang saham. Pada tanggal ini investor yang telah terdaftar dalam daftar pemegang saham yang berhak dapat mengambil dividen sesuai dengan bentuk dividen yang diumumkan oleh perusahaan.

2.2.5 Pola Pembayaran Dividen

Keputusan mengenai *dividend payout ratio* adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Ada beberapa pola pembayaran dividen yang dapat dipilih sebagai alternatif *dividend payout ratio* perusahaan, yaitu : (Ang, 1997 dalam Andriyani, 2008)

1. *Stable and Occasionally Increasing Dividend per-share*

Kebijakan ini menetapkan dividen per saham yang stabil, selama tidak ada peningkatan yang permanen dalam *earning power* dan kemampuan membayar dividen. Manajemen akan menaikkan dividen, jika ada keyakinan bahwa tingkat yang lebih tinggi tersebut dapat dipertahankan. Hal ini dilandasi adanya psikologi pemegang saham, dimana bila dividen naik maka akan menaikkan juga harga saham dan sebaliknya.

2. *Stable Dividend per-share*

Dasar pemikirannya adalah bahwa pasar mungkin akan menilai suatu saham lebih tinggi bila dividen yang diharapkan tetap stabil daripada bila dividen berfluktuasi. Perusahaan yang memilih cara ini akan membayar dividen dalam jumlah yang tetap (*stable amount*) dari tahun ke tahun.

3. *Stable Payout Ratio*

Dalam pola pembayaran dividen ini, jumlah dividen dihitung berdasarkan suatu prosentase tetap (*constant*) dari laba (*earnings*). Bila laba berfluktuasi, maka jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham pun akan ikut berfluktuasi.

4. *Regular Dividend plus Extras*

Dalam cara ini, dividen reguler ditetapkan dalam jumlah yang diyakini oleh manajemen mampu dipertahankan di masa mendatang tanpa menghiraukan fluktuasi laba dan kebutuhan investasi modal. Bila tambahan kas tersedia, perusahaan memberikan dividen ekstra (bonus) kepada pemegang saham. Pola ini mengakui bahwa dividen mempunyai kandungan informasi, sehingga dengan pemberian dividen ekstra dapat menarik minat pemodal yang pada akhirnya akan dapat meningkatkan harga saham.

5. *Fluctuating Dividends and Payout Ratio*

Dalam pola pembayaran ini besarnya dividen dan *payout ratio* disesuaikan dengan perubahan laba dan kebutuhan investasi modal perusahaan untuk

setiap periode. Oleh karena itu besar dividen dan *payout ratio* yang dibayarkan berfluktuasi mengikuti fluktuasi laba dan kebutuhan investasi.

2.3 Struktur Kepemilikan

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Kumar, 2007). Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan manajemen dan institusi dalam kepemilikan saham perusahaan. Karena itu, berdasarkan proporsi saham yang dimiliki, struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi kepemilikan manajerial (*managerial ownership / insider ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*). *Managerial ownership / insider ownership* adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. *Institutional ownership* adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain. Dalam kegiatan operasional perusahaan, tentu manajerial yang akan mengambil keputusan untuk kegiatan operasional perusahaan dan nantinya akan dipertanggung jawabkan kepada direksi dan para pemegang saham (Putera, 2011).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) adalah sebuah ukuran persentase saham yang dimiliki oleh direksi, manajemen, dan komisaris ataupun setiap pihak yang terlibat secara langsung dalam pembuatan keputusan perusahaan. Namun penelitian ini akan fokus terhadap pengaruh kepemilikan saham oleh dewan direksi dan dewan komisaris saja tanpa adanya komisaris independen, maka disini istilah yang paling tepat digunakan adalah *board ownership*. *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaan (Yuningsih, 2008). Gustiana (2009) mengatakan bahwa perusahaan dengan *insider ownership* yang jumlahnya lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* yang kecil. *Insider ownership* merupakan sinyal yang baik bagi pemegang saham.

Universitas Indonesia

Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Keown, 2000). *Agent* diberi mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Kepemilikan oleh direksi dan komisaris dapat menurunkan masalah keagenan yang terjadi antara pemegang saham dengan manajer. Hal ini terjadi karena tindakan yang dilakukan manajer juga mencerminkan kepentingan pemegang saham, sehingga manajer akan bertindak untuk memaksimalkan nilai perusahaan sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Yuningsih (2008) mengatakan bahwa semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil dan dapat menghindari perilaku oportunistik manajer, karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi yang dilakukan dan hal ini akan menurunkan masalah keagenan. Jensen dan Meckling (1976) juga mengatakan bahwa bila jumlah saham yang dimiliki direksi dan komisaris meningkat, maka mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang mereka lakukan. Jika masalah keagenan sudah turun sebagai akibat dari peningkatan jumlah saham yang dimiliki direksi dan komisaris maka dividen tidak perlu dibayar pada rasio yang tinggi. Untuk menjamin agar para manajer melakukan hal yang terbaik bagi para pemegang saham secara maksimal, perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*), yang dapat berupa (Munthe, 2009) :

1. Pengeluaran untuk memantau tindakan manajemen
2. Pengeluaran untuk menata struktur organisasi sehingga kemungkinan timbulnya perilaku manajer yang tidak dikehendaki semakin kecil
3. Biaya kesempatan karena hilangnya kesempatan memperoleh laba sebagai akibat dibatasinya kewenangan manajemen sehingga tidak dapat mengambil keputusan secara tepat waktu, padahal seharusnya hal tersebut dapat dilakukan jika manajer juga menjadi pemilik perusahaan.

Bila pemegang saham sekaligus pemegang kendali perusahaan (manajemen), sepanjang manajemen mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya, maka semakin besar kepemilikan oleh direksi dan komisaris akan

semakin menurunkan *agency cost*. Hal ini menandakan bahwa *board ownership* dapat digunakan untuk mengukur biaya agen. Dengan semakin meningkatnya *board ownership*, maka informasi yang dimiliki oleh manajer yang juga sekaligus pemilik tersebut juga akan lebih lengkap. Hal tersebut membuat biaya agen yang dibutuhkan untuk memonitoring semakin kecil sebab pemilik sudah ikut merangkap sebagai manajemen. Untuk itu, apabila *board ownership* semakin besar maka biaya agen yang mungkin muncul dapat ditekan serta manajer memiliki kekuatan yang lebih besar dalam menentukan kebijakan dividen. Berdasarkan kondisi tersebut, maka biasanya manajer lebih cenderung untuk membatasi dividen dan menggunakan dana yang ada untuk kepentingan perusahaan di masa yang akan datang.

Jensen et al. (1992) menghubungkan adanya interaksi antara kebijakan dividen dan *insider ownership*. Jensen menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan *insider ownership* memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (*dividend payout ratio*) rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam

Universitas Indonesia

jumlah yang kecil.

2.4 Pajak

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 dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Pertama, laba perusahaan sudah terkena pajak pendapatan, kedua ketika laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen dikenakan lagi pajak penghasilan. 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 dividen yang mereka terima (Suwaldiman, 2006).

Pajak merupakan salah satu kewajiban perusahaan kepada pemerintah yang dapat dipaksakan dengan Undang-undang dan merupakan pengorbanan sumber daya ekonomis yang tidak memberikan imbalan (kontraprestasi) secara langsung bagi perusahaan. Pajak merupakan salah satu sektor penerimaan Negara yang sangat dominan. Sistem perpajakan di Indonesia menggunakan system "Self Assessment" khususnya pajak penghasilan dalam hal ini untuk penentuan jumlah besarnya pajak terutang ditentukan oleh wajib pajak sendiri.

Salah satu cara untuk mencapai efisiensi perhitungan kewajiban pajak yang dibayar oleh perusahaan adalah dengan melakukan manajemen pajak (Kiswara, 2006 dalam Tirsono, 2008) yaitu dengan memanfaatkan ketentuan-ketentuan perpajakan yang menguntungkan wajib pajak. Ketentuan-ketentuan perpajakan tersebut bisa berupa pengeluaran atau pembebanan biaya yang diperkenankan (*tax deductible*) dalam menghitung laba kena pajak maupun fasilitas dari pemerintah yang berupa pemberian kompensasi kerugian untuk perusahaan yang mengalami kerugian ke laba

Universitas Indonesia

di tahun berikutnya sampai dengan lima tahun kedepan maupun pemberian fasilitas perpajakan khusus bagi perusahaan PMA (*tax holiday*) (Tirsono, 2008).

Dalam penelitiannya, Sitanggang (2010) menyebutkan bahwa pemajakan atas dividen di Indonesia dikenal beberapa metode antara lain metode klasik dan metode integrasi. Selanjutnya, untuk mencegah timbulnya distorsi dalam perekonomian, timbulnya pajak berganda (*double taxation*) harus dapat dicegah dalam penerapan metode pemajakan atas dividen, maka pelaksanaan metode tersebut :

- a. Pada metode klasik, perusahaan yang membagikan dividen dan pemegang saham merupakan 2 (dua) entitas yang berbeda sehingga dividen yang dibagikan kepada pemegang saham merupakan objek pajak dan wajib dipotong pajak penghasilannya oleh perusahaan yang membagikan dividen. Selanjutnya pajak penghasilan yang dilunasi di muka oleh pemegang saham melalui mekanisme pemotongan pajak dapat dikreditkan atas pajak penghasilan yang terutang di akhir tahun. Maksudnya adalah untuk mencegah timbulnya pengenaan pajak berganda pada penerima dividen.
- b. Sesuai metode integrasi, laba usaha yang diterima atau diperoleh oleh perusahaan yang membagikan dividen dengan dividen yang diterima atau diperoleh pemegang saham dianggap bersumber dari satu penghasilan yang sama. Karena atas laba bersih telah dikenakan pajak penghasilan (disebut sebagai *corperate income tax*), selanjutnya laba bersih yang telah dikenakan pajak tersebut ketika dibagikan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham tidak dikenakan pajak lagi.

Pada umumnya dalam Undang–Undang Nomor 36 Tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan diterapkan metode klasik atas dividen yang diterima atau diperoleh oleh pemegang saham, dimana perusahaan dipandang sebagai suatu entitas yang terpisah dari pemegang saham. Konsekuensi penerapan metode klasik ini adalah bahwa penghasilan yang bersumber dari perusahaan akan dikenakan pajak dua kali yaitu pada tingkat perusahaan itu sendiri dan pada tingkat pemegang saham (saat pendistribusian dividen).

Perubahan peraturan perpajakan dalam setiap periode akan mempengaruhi kebijakan dividen dan pembayaran dividen itu sendiri, sehingga tarif pajak yang berubah-ubah dan tarif yang tinggi mendorong perusahaan untuk menghindarinya. Berdasarkan ketentuan Undang-undang Perpajakan No. 36 tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan, khususnya pasal 17 ayat (1) huruf b yang mengatur tarif pajak yang ditetapkan atas Penghasilan Kena Pajak bagi Wajib Pajak Badan dalam negeri dan bentuk usaha tetap adalah sebesar 28% (dua puluh delapan persen). Sejak tahun 2010, tarif pajak tersebut dirubah menjadi 25% (dua puluh lima persen). Berdasarkan Undang-undang Pajak Penghasilan yang terbaru (UU No. 36 tahun 2008), dividen yang diterima oleh WPOP dikenakan tarif pajak sebesar 10% dan bersifat final. Sedangkan dividen yang diterima oleh Wajib Pajak Badan dalam negeri dikenakan tarif pajak sebesar 15%.

Menurut Gitosudarmo (2001) dalam Hadiwidjaja (2007), salah satu faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *dividend payout ratio* adalah pajak penghasilan dari pemegang saham. Apabila para pemegang saham adalah ekonomi lemah yang bebas pajak, maka *dividend payout ratio* lebih tinggi dibanding apabila pemegang saham para ekonomi kuat yang kena pajak.

2.5 Growth (Pertumbuhan Perusahaan)

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam meningkatkan *size*. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi tentunya memiliki tingkat kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang. Pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan *volume* usaha (Helfert, 1997 dalam Safrida, 2008). Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan, karena pertumbuhan yang baik memberi tanda bagi perkembangan perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik.

Universitas Indonesia

Pertumbuhan perusahaan secara terus menerus diperlukan agar dapat hidup dan memberi kemakmuran yang lebih tinggi kepada pemilik saham. Semakin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai perluasan. Semakin besar kebutuhan dana dimasa mendatang, semakin mungkin perusahaan menahan pendapatan, bukan membayarkannya sebagai dividen. Dana tersebut dapat diperoleh dari berbagai sumber baik sumber internal maupun sumber eksternal. Sumber internal dapat berupa saldo laba. Sumber dana eksternal dapat berupa pinjaman dari bank atau lembaga keuangannya lainnya, menjual obligasi atau menjual saham baru. Apabila perusahaan mengandalkan pendanaan investasi dengan menggunakan saldo laba maka dividen yang dibagikan akan berkurang. Sebaliknya bila perusahaan menggunakan sumber dana eksternal maka ada kecenderungan membagikan dividen yang lebih besar. Karena itu potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor yang penting dalam kebijakan dividen. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah *well established*, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana ekstern lainnya, maka keadaanya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Tampubolon, 2005 Sulistiyowati et al, 2010). Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan (*growth*) perusahaan. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998 dalam Risaptoko, 2007).

Hatta (2002) menyatakan bahwa apabila perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi, maka ada kecenderungan perusahaan

membagikan dividen lebih konsisten dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah karena perusahaan tersebut mampu meningkatkan laba perusahaan. Namun bagaimanapun juga, perusahaan yang mengalami pertumbuhan yang pesat tentunya akan membutuhkan dana investasi yang lebih besar. Peluang-peluang pertumbuhan yang lebih besar akan mengurangi pembayaran dividen, karena *earnings* yang dihasilkan digunakan untuk investasi guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Oleh karena itu, pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh kuat pada kebijakan penahanan laba, atau dengan semakin besar pertumbuhan perusahaan, semakin kecil jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

2.6 Pengembangan Hipotesis

2.6.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pembayaran Dividen

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini, manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah, perusahaan memiliki saldo laba yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, dalam konteks kepemilikan saham oleh manajerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen (Dewi, 2008). Selain itu Munthe (2009) mengatakan bahwa semakin banyaknya saham yang dimiliki oleh manajerial maka manajemen cenderung menahan laba untuk pengembangan perusahaan. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai individu pemegang saham akan ikut meningkat pula (Keown, 2000 dalam Munthe, 2009).

Penelitian Chen dan Steiner (1999) meneliti pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen dalam konteks keagenan. Hasil penelitian menunjukkan

Universitas Indonesia

bahwa terdapat pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (*dividend payout ratio*) rendah. Pengaruh negatif ini juga dibuktikan oleh Jensen et al. (1992), Dutta (1999), Afza (2010) dan Ullah (2012).

Hal ini berlawanan dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perilaku manajer mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham. Manajer yang memiliki saham dalam perusahaan yang ia pimpin mempunyai peran ganda, yaitu sebagai manajer sekaligus sebagai investor. Secara teoritis, 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. Tetapi dalam penelitiannya, Suwaldiman (2006) membuktikan bahwa *insider ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen dan hal ini menunjukkan bahwa manajer yang memiliki kepemilikan saham yang tinggi tidak termotivasi untuk membagikan dividen yang rendah. Shah et al (2010) juga mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi presentase kepemilikan oleh dewan direksi, maka tingkat dividen tunai juga semakin tinggi.

Gustiana (2009) juga membuktikan bahwa *insider ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*. Apabila saham yang dimiliki oleh *insider* semakin banyak, maka manajemen cenderung membayar dividen yang lebih besar. Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002), Mulyono (2009), dan Nugroho (2010) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1 : Struktur kepemilikan memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen

2.6.2 Pengaruh Pajak terhadap Pembayaran Dividen

Tax Preference Theory merupakan suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen, maka jika pajak yang dikenakan tinggi, para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Hasil dari penelitian oleh Hadiwidjaja (2007) menunjukkan bahwa *tax rate* memiliki pengaruh negatif dan signifikan secara parsial terhadap *dividend payout ratio*. Penelitiannya mengatakan bahwa hubungan antara *tax* dan DPR berlawanan, apabila *tax* semakin besar maka DPR akan menurun dan sebaliknya.

Penelitian yang dilakukan oleh Gill, Biger, dan Tibrewala (2010) menunjukkan bahwa pajak memiliki hubungan yang positif dengan dividen. Mereka menyimpulkan bahwa sebagaimana kewajiban pajak mengalami kenaikan (penurunan), maka preferensi untuk pembayaran dividen juga mengalami kenaikan (penurunan). Hal ini menunjukkan hubungan yang positif antara pajak dan pembayaran dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Amidu dan Abor (2006) terhadap perusahaan di Ghana juga menunjukkan hal yang sama yaitu terdapat hubungan positif antara *dividend payout ratio* dengan *tax*. Daunfeldt et al (2006) juga menunjukkan adanya pengaruh signifikan antara pajak dan dividen. Mereka menyebutkan bahwa perusahaan memperhitungkan tarif pajak ketika memutuskan besarnya dividen yang akan dibagikan. Pengaruh signifikan ini juga dibuktikan oleh Hamid (2012) dan Samuel (2010).

Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Bernheim (1991) menunjukkan bahwa pembagian dividen tidak dipengaruhi oleh *tax rate*. Holmen et al (2007) juga mengatakan bahwa pajak yang diukur dari tarif pajak efektif (*effective tax rate*) memiliki hubungan yang negatif namun tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H2 : Pajak memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen

2.6.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Pembayaran Dividen

Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkannya sebagai dividen. Oleh karenanya, potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor penting yang menentukan kebijakan dividen (Chang dan Reece, 1990).

Penelitian yang dilakukan oleh Puspita (2009) mengemukakan bahwa *growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal. Munthe (2009) juga mengatakan bahwa semakin besar pertumbuhan, semakin kecil kebijakan dividen, dan sebaliknya. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin sedikit laba yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Laba yang diperoleh cenderung digunakan untuk investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Penggunaan laba untuk pertumbuhan bertujuan untuk menghindari penggunaan utang yang besar, sebab penggunaan utang akan berdampak juga pada perolehan laba bersih perusahaan yang nantinya akan dibagikan dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Harjono (2002), Gustiana (2009) dan John (2010) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara *growth* dan *dividend payout ratio*. Namun penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) dan Sulistiyowati et al. (2010) yang menunjukkan bahwa *growth* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3 : Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pembayaran dividen

2.7 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor luar yang tidak diteliti. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan di bawah ini.

2.7.1 Ukuran Perusahaan (*Size*)

Ukuran perusahaan merupakan suatu alat untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Lloyd et al (1994) dalam Hatta (2002) mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, dimana hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi. Pengukuran variabel ini diukur berdasarkan total aset perusahaan pada periode pengamatan.

2.7.2 *Leverage*

Leverage adalah penggunaan aset dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud untuk meningkatkan keuntungan potensial bagi pemegang saham. Variabel ini diukur dengan menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER). DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modalnya sendiri yang digunakan untuk membayar utang (Prihantoro, 2003). Oleh karena itu, semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham, termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen.

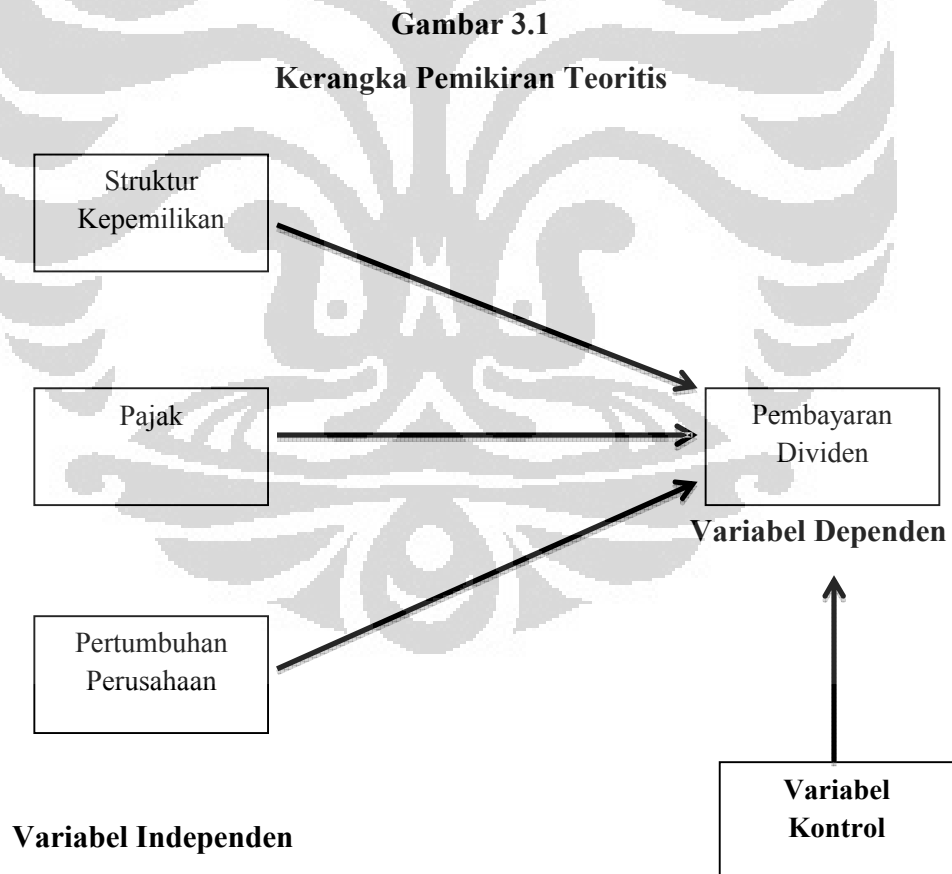
2.7.3 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Variabel profitabilitas ini diukur dengan rasio *return on equity* (ROE), yaitu rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu. Menurut Deitiana (2009), ROE mengukur berapa besar pengembalian yang diperoleh pemilik bisnis (pemegang saham) atas modal yang disetorkan untuk bisnis tersebut. Karena itu ROE merupakan indikator yang tepat untuk mengukur keberhasilan bisnis dalam memperkaya pemegang sahamnya. Angka yang tinggi untuk ROE menunjukkan tingkat profitabilitas yang tinggi.

BAB III
METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk melakukan pengujian hipotesis. Pengujian hipotesis ini memberikan pemahaman lebih lanjut mengenai hubungan antara variabel - variabel yang digunakan. Di dalam penelitian ini, digunakan tiga variabel independen yaitu struktur kepemilikan, pajak, dan pertumbuhan perusahaan. Variabel dependen yang digunakan adalah pembayaran dividen. Penelitian ini juga menggunakan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, dan *leverage*. Hubungan beberapa variabel tersebut dapat digambarkan pada gambar 3.1 dibawah ini :



3.2 Sumber Data

Data-data yang akan digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan tahun 2007 dan 2009. Data sekunder diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan situs Bursa Efek Indonesia.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan adalah dokumentasi (*documentation*) dengan mengumpulkan data pendukung literatur, jurnal, skripsi, dan buku-buku referensi yang berkaitan dengan hal yang diteliti serta mengumpulkan data sekunder yang relevan dari laporan keuangan perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan situs Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2007 dan 2009.

3.4 Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini merupakan seluruh perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2007 dan 2009. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria-kriteria tersebut adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan non finansial yang listed per tanggal 31 Desember 2009 di BEI dan selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan.
2. Perusahaan non finansial yang listed per tanggal 31 Desember 2009 di BEI dan membagikan dividen selama periode pengamatan.
3. Data-data mengenai variabel-variabel yang akan diteliti tersedia dengan lengkap dalam laporan keuangan perusahaan selama periode pengamatan.

Sampel penelitian dibatasi pada entitas yang membagikan dividen pada periode penelitian. Hal ini dilakukan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Puspita (2009), Dewi (2008), dan Kadir (2010). Mereka menyebutkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen selama periode penelitian dimasukkan ke dalam kriteria pemilihan sampel.

3.5 Definisi Operasional Variabel

3.5.1 Variabel Dependen

Variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel independen / bebas. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah tingkat pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI yang diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR menunjukkan besarnya laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. DPR adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Ang, 1997). DPR merupakan presentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai *cash dividend* (Riyanto, 2001 dalam Handayani, 2010). Menurut Mollah et al (2000) dalam Putera (2011), *dividend payout ratio* adalah perbandingan antara jumlah dividen yang dibagikan dalam setiap lembar saham pada akhir tahun dalam satuan persen dengan rumus :

$$\text{DPR} = \frac{\text{DPS}}{\text{EPS}} \dots\dots\dots(3.1)$$

dimana :

DPR = Rasio pembayaran dividen

DPS = Dividen per lembar saham

EPS = Laba per lembar saham

3.5.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah variabel yang mempengaruhi atau yang menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel dependen / terikat. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan di bawah ini.

3.5.2.1 Struktur Kepemilikan

Variabel ini diukur dengan menggunakan presentase *board ownership*. *Board ownership* menggambarkan besar kepemilikan saham oleh *directors* (direksi) dan *commissioners* (komisaris), dengan rumus matematis :

$$INS = \frac{D\ SHR + C\ SHR}{TOTAL\ SHR} \dots\dots\dots(3.2)$$

dimana :

BO = *Board Ownership*

D&C SHR = Kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris

TOT SHR = Jumlah total dari saham biasa perusahaan yang beredar

3.5.2.2 Pajak

Tarif pajak (*tax rate*) merupakan jumlah pajak penghasilan yang dikenakan terhadap laba sebelum pajak / *Earning Before Tax* (EBT). Perubahan peraturan perpajakan setiap periode akan mempengaruhi kebijakan dividen dan pembayaran dividen itu sendiri, sehingga tarif pajak yang berubah-ubah dan tarif yang tinggi mendorong perusahaan untuk menghindarinya. Undang-undang Perpajakan No. 36 tahun 2008 tentang Pajak Penghasilan (PPH) pasal 17 ayat (1) huruf b yang mengatur tarif pajak penghasilan kena pajak bagi wajib pajak badan dalam negeri dan bentuk usaha tetap adalah sebesar 28% dan mulai tahun 2010 berubah menjadi 25%. Sedangkan tarif pajak untuk tahun 2007 masih menggunakan ketentuan sebelum

perubahan menjadi tarif tunggal, yaitu berdasarkan Undang-undang Perpajakan No. 17 tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan pasal 17 ayat (1). Dalam ayat tersebut diatur tarif pajak yang ditetapkan atas penghasilan kena pajak bagi wajib pajak badan dalam negeri adalah sebagai berikut :

Tabel 3.1
Tarif Pajak atas Penghasilan Kena Pajak Bagi WP Badan

Lapisan Penghasilan Kena Pajak	Tarif Pajak
sampai dengan Rp 50.000.000	10%
diatas Rp 50.000.000 sampai dengan Rp 100.000.000	15%
diatas Rp 100.000.000	30%

Sumber : Undang-undang Pajak Tahun No. 17 Tahun 2000

Seluruh perusahaan yang menjadi sampel memiliki penghasilan sebelum pajaknya lebih dari Rp 100.000.000 (seratus juta rupiah), maka berdasarkan ketentuan tersebut cara menghitung rasio *tax rate* untuk tahun 2007 (sebelum berlakunya tarif tunggal) adalah (Hadiwidjaja, 2007) :

$$\text{Tax Rate} = \frac{((\text{EBT} - \text{Rp } 100.000.000) \times 30\%) + \text{Rp } 12.500.000}{\text{EBT}} \dots\dots\dots(3.3)$$

Keterangan :

Rp 12.500.000 diperoleh dari :

$$10\% \times \text{Rp } 50.000.000 = \text{Rp } 5.000.000$$

$$15\% \times \text{Rp } 50.000.000 = \text{Rp } 7.500.000$$

$$\text{Rp } 12.500.000$$

3.5.2.3 Pertumbuhan Perusahaan

Perusahaan yang berkembang adalah perusahaan yang mengalami peningkatan pertumbuhan dalam perkembangan usahanya dari tahun ke tahun (Sulistiyowati, 2010). Semakin cepat tingkat pertumbuhan, maka semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Variabel ini diperoleh dengan menghitung tingkat pertumbuhan penjualan setiap tahunnya, dengan rumus :

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{TOTAL SALES } t - \text{TOTAL SALES } t-1}{\text{TOTAL SALES } t-1} \dots\dots\dots(3.4)$$

dimana :

GROWTH = Pertumbuhan perusahaan

Total Sales t = Total penjualan pada tahun t

Total Sales t-1 = Total penjualan 1 tahun sebelum tahun t

3.5.3 Variabel Kontrol

3.5.3.1 Ukuran Perusahaan (*Size*)

Penelitian ini menggunakan proksi log natural dari total aset perusahaan untuk mengukur besarnya perusahaan. Proksi/pengukuran ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Afza et al (2010), Puspita (2009), Hatta (2002) dan Nuringsih (2005). Variabel ukuran perusahaan dapat dituliskan dengan rumus :

$$\text{SIZE} = \text{Ln Of Total Asset} \dots\dots\dots(3.5)$$

dimana :

SIZE = Ukuran perusahaan

Ln of Total Asset = Log natural dari total aset perusahaan

3.5.3.2 Leverage

Variabel ini diukur dengan menggunakan *Debt Equity Ratio* (DER) perusahaan selama periode berjalan. Pengukuran ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shah (2011), John (2010), dan Deitiana (2009). DER dihitung dengan membagi total utang terhadap total ekuitas, yang dapat dituliskan sebagai berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{TOTAL LIABILITIES}}{\text{TOTAL EQUITY}} \dots\dots\dots(3.6)$$

dimana :

DER = *Debt to Equity Ratio*
Total Liabilities = Total utang perusahaan
Total Equity = Total ekuitas perusahaan

3.5.3.3 Profitabilitas

Variabel kontrol yang terakhir yaitu profitabilitas, diukur dengan menggunakan rasio *Return on Equity* (ROE). Pengukuran ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Shah (2011) dan Kadir (2010). Menurut Kadir (2010), profitabilitas mencerminkan kemampuan modal perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Pengukuran ROE dapat dituliskan dengan rumus :

$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{TOTAL EQUITY}} \dots\dots\dots(3.7)$$

dimana :

ROE = *Return on Equity*
EAT = Laba bersih setelah pajak
Total Equity = Total ekuitas perusahaan

3.6 Model Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris ada atau tidaknya pengaruh yang signifikan dari struktur kepemilikan, pajak, dan pertumbuhan perusahaan terhadap pembayaran dividen dan metode estimasi yang digunakan adalah metode regresi linier berganda. Adapun persamaan model regresi berganda tersebut adalah :

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BO_{it} + \beta_2 TAX_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

DPR_{it}	adalah <i>Dividend Payout Ratio</i> (rasio pembayaran dividen) perusahaan i pada periode t
BO_{it}	adalah <i>Board Ownership</i> (kepemilikan orang dalam) perusahaan i pada periode t
TAX_{it}	adalah pajak perusahaan i pada periode t
$GROWTH_{it}$	adalah pertumbuhan perusahaan i pada periode t
$SIZE_{it}$	adalah ukuran perusahaan i pada periode t
DER_{it}	adalah <i>leverage</i> perusahaan i pada periode t
ROE_{it}	adalah <i>profitability</i> perusahaan i pada periode t
ϵ_{it}	adalah <i>error term</i>
β_0	adalah konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$	adalah koefisien regresi

3.7 Metode Pengolahan Data

Data yang diolah di dalam penelitian ini merupakan data panel, yaitu gabungan dari *cross-sectional* dan *time series*. *Cross-sectional* adalah data yang dikumpulkan dengan mengamati banyak individu dalam suatu masa yang sama, atau

tanpa melihat adanya perbedaan waktu. Sedangkan *time series*, yaitu mengambil sampel dari satu individu dengan mengamatinya selama beberapa periode waktu. Karena di dalam penelitian ini ada banyak sampel individu dengan masa pengamatan beberapa periode (2007 dan 2009), maka jenis datanya disebut data panel. Dalam penelitian ini akan diolah data sebanyak 120 perusahaan untuk periode tahun 2007 dan 2009, sehingga jumlah seluruh observasi sebanyak 240 perusahaan. Data yang diperoleh dari kumpulan data-data sekunder selanjutnya akan diolah ke dalam bentuk data mentah Microsoft Excel terlebih dahulu dan kemudian akan dianalisis dengan menggunakan program EVIEWS 7.

Untuk mengestimasi parameter model dengan data panel, terdapat beberapa teknik yang dapat digunakan, yaitu *Pooled Least Square (PLS)*, *Fixed Effect Model (FEM)*, dan *Random Effect Model (REM)*.

3.7.1 Pendekatan *Pooled Least Square (PLS)*

Metode ini merupakan metode yang paling sederhana dalam melakukan estimasi pada data panel. Metode ini mengasumsikan bahwa *intercept* dan koefisien konstan antar individu dan tidak ada perbedaan karakteristik baik waktu maupun ruang dari setiap individu. Hal ini menunjukkan bahwa metode ini tidak memperhitungkan perhitungan unsur waktu (*time*) dan unsur individu (*cross-section*) yang berada dalam data panel. Menurut Gujarati (2004), suatu hal yang naif jika dalam pengolahan dalam data panel tidak memperhitungkan dari unsur waktu (*time dimension*) dan unsur setiap individu (*space dimension*). Maksudnya adalah dengan adanya asumsi ini maka regresi data panel yang akan dihasilkan sebuah perusahaan akan berlaku untuk semua perusahaan. Hal ini tentunya kurang realistis, sebagai contoh sebuah perusahaan yang bergerak di industri manufaktur tentunya tidak mempunyai *intercept* yang sama dengan perusahaan yang bergerak di industri properti.

3.7.2 Pendekatan Efek Tetap atau *Fixed Effect Model* (FEM)

Model *Fixed effect* (FEM) merupakan metode data panel yang memasukkan unsur heterogenitas dari setiap individu, dimana teknik regresi akan menghasilkan *intercept* yang berbeda untuk setiap individu namun dengan asumsi koefisien *slope* akan tetap konstan. Adanya variabel-variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya *intercept* yang tidak konstan. Atau dengan kata lain, *intercept* ini mungkin berubah untuk setiap individu. Pemikiran inilah yang menjadi dasar pemikiran pembentukan model tersebut (Nachrowi dan Usman, 2006). Lalu untuk mengatasi perbedaan *intercept* dari setiap individu pada model *fixed effect* dapat dilakukan dengan menggunakan *dummy variable* untuk setiap individu. Dengan adanya penggunaan dari *dummy variable* pada model, FEM juga dapat disebut sebagai *Least Square Dummy variable* (LSDV).

3.7.3 Pendekatan Efek Acak atau *Random Effect Model* (REM)

Bila pada model *fixed effect* perbedaan antar individu dan atau waktu dicerminkan lewat *intercept*, maka pada model *random effect*, perbedaan tersebut diakomodasi lewat *error*. Teknik ini juga memperhitungkan bahwa *error* mungkin berkorelasi sepanjang *time series* dan *cross section*. Dalam model *random effect*, *intercept* diasumsikan bersifat random sehingga *intercept* dari tiap individu *cross section* akan terlihat dari deviasi atas nilai rata-rata yang konstan.

Untuk menentukan model data panel yang dipilih, diperlukan pengujian beberapa tahap, yaitu :

1. *Chow Test*, untuk memilih antara PLS dan FEM
2. *Hausman Test*, untuk memilih antara FEM dan REM

Keunggulan dari model *fixed effect* adalah FEM dapat membedakan efek

individual dan efek waktu, dan FEM tidak perlu mengasumsikan bahwa komponen error tidak memiliki korelasi dengan variabel bebas yang mungkin sulit dipenuhi. Sedangkan keunggulan model *random effect* adalah bahwa REM mempunyai parameter lebih sedikit sehingga derajat kebebasannya lebih besar dibandingkan dengan FEM yang mempunyai parameter lebih banyak sehingga derajat kebebasannya lebih kecil (Nachrowi dan Usman, 2006).

Pemilihan *FEM* atau *REM* juga dapat dilakukan dengan pertimbangan tujuan analisis, atau ada pula kemungkinan data yang digunakan sebagai dasar pembuatan model hanya dapat diolah oleh salah satu metode saja akibat berbagai persoalan teknis matematis yang melandasi perhitungan. Berikut ini jalan tengah pemilihan pendekatan menurut para ahli ekonometri (Nachrowi dan Usman, 2006):

1. Apabila jumlah waktu (T) lebih besar dibandingkan dengan jumlah individu (N) maka disarankan untuk menggunakan FEM.
2. Apabila jumlah individu (N) lebih besar dibandingkan dengan jumlah waktu (T) maka disarankan menggunakan REM.

3.8 Pengujian Asumsi Klasik

Dalam menentukan hasil estimasi persamaan regresi berganda yang tidak bias, maka harus dipastikan terlebih dahulu bahwa model yang diestimasi tidak melanggar tiga asumsi dasar ekonometrik yaitu tidak memiliki masalah multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Jika model estimasi tidak melanggar ketiga asumsi klasik tersebut, dapat disimpulkan bahwa hasil estimasi sudah bersifat *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Secara singkat, menurut Gujarati (2004) hasil dari estimasi yang bersifat BLUE adalah :

1. Efisien, artinya nilai estimasi memiliki varians yang minimum dan tidak bias.
2. Tidak bias, artinya hasil nilai estimasi sesuai dengan parameter.
3. Konsisten, artinya jika ukuran sampel ditambah tanpa batas maka nilai hasil estimasi akan mendekati parameter populasi yang sebenarnya.

4. Intersep akan memiliki nilai distribusi normal.
5. Koefisien regresi akan memiliki distribusi normal.

3.8.1 Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas muncul jika diantara variabel independen memiliki korelasi yang tinggi. Menurut Gujarati (2004), jika di dalam model regresi yang dibentuk terdapat korelasi antara beberapa atau semua variabel independen maka terdapat multikolinearitas dalam model regresi. Model regresi yang benar seharusnya tidak mengandung unsur multikolinearitas karena akan mengakibatkan interpretasi terhadap permasalahan yang ada menjadi tidak benar.

Pengujian multikolinearitas di dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan *software E-views* yaitu dengan menganalisis matrik korelasi variabel-variabel independen. Jika antar variabel independen terdapat korelasi yang cukup tinggi (lebih dari 0.8), maka merupakan indikasi adanya multikolinearitas. Apabila nilai R^2 tinggi namun banyak variabel independen yang tidak signifikan terhadap variabel dependennya, maka hal ini juga merupakan gejala terdapatnya multikolinearitas dalam model regresi. Ada beberapa cara yang dilakukan untuk mengatasi permasalahan multikolinearitas, yaitu (Nachrowi dan Usman, 2006) :

1. Mengeluarkan salah satu variabel bebasnya yang tidak signifikan dari model penelitian
2. Mengubah variabel, yakni dengan melakukan suatu perbedaan (*difference*), membuat rasio, atau dengan mengubah bentuk dari X menjadi $1/X$ atau X^2 dan lain-lain.
3. Menambah atau mengurangi data
4. Mentransformasi variabel independen

3.8.2 Uji Autokorelasi

Salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar parameter dalam model regresi

bersifat *BLUE* (*Best Linear Unbiased Estimator*) adalah tidak adanya korelasi antara *error* satu dengan *error* lainnya. Sedangkan autokorelasi adalah adanya korelasi antara serangkaian observasi yang diurutkan berdasarkan waktu dan berdasarkan ruang. Autokorelasi lebih mudah timbul pada data yang bersifat runtut waktu, karena berdasarkan sifatnya, data masa sekarang dipengaruhi oleh data pada masa-masa sebelumnya.

Cara yang digunakan untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam suatu model data panel yaitu Uji *Durbin-Watson* (Nachrowi dan Usman, 2006). Sedangkan cara mengatasi autokorelasi, yaitu dengan metode *First Difference* dan *First Order Autoregressive* atau *AR(1)*. Jika statistik *DW* mendekati angka 2 maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi. Hipotesis dari pengujian ini adalah:

H_0 : Tidak ada autokorelasi

H_1 : Ada Autokorelasi

3.8.3 Uji Heterokedastisitas

Bila multikolinearitas hanya mungkin terjadi dalam regresi linier majemuk, maka heterokedastisitas ini dapat pula terjadi pada regresi sederhana. Sebagaimana telah dibicarakan pada bagian lalu bahwa salah satu asumsi yang harus dipenuhi agar taksiran parameter dalam model regresi bersifat BLUE, maka *var (ui)* harus sama dengan σ^2 (konstan), atau dengan kata lain, semua residual atau *error* mempunyai varian yang sama. Kondisi seperti itu disebut dengan homoskedastisitas. Sedangkan bila varian tidak konstan atau berubah-ubah disebut dengan heterokedastisitas. (Nachrowi dan Usman, 2006). Heteroskedastisitas biasanya muncul pada data *cross section*. Heteroskedastisitas biasanya tidak terjadi pada data *time series* (deret waktu) karena perubahan-perubahan dalam variabel dependen dan perubahan-perubahan dalam satu atau lebih variabel independen kemungkinan adalah sama besar.

Heteroskedastisitas adalah suatu keadaan dalam suatu persamaan regresi berganda dimana model dari persamaan tidak memiliki varians yang konstan

sehingga *error*-nya menjadi tidak konsisten. Oleh karena itu, persamaan regresi yang baik adalah persamaan yang mengandung homoskedastisitas. Jika asumsi homoskedastisitas tidak terpenuhi maka estimator pada model regresi yang digunakan tidak berada pada kondisi minimum varians (Gujarati, 2004). Untuk mendeteksi apakah terdapat heteroskedastisitas pada model regresi berganda, dapat digunakan *White's General Heteroscedasticity Test* atau dikenal dengan Uji White. Hipotesis dari pengujian ini adalah:

H_0 : Tidak ada heteroskedastisitas

H_1 : Ada heteroskedastisitas

Apabila nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$ lebih kecil dari tingkat $\alpha = 5\%$, maka H_0 ditolak sehingga disimpulkan model regresi mengandung heteroskedastisitas. Sedangkan apabila Apabila nilai probabilitas dari $Obs \cdot R^2$ lebih besar dari tingkat $\alpha = 5\%$, maka H_0 tidak ditolak sehingga disimpulkan model regresi sudah homoskedastis. Permasalahan heteroskedastisitas dapat diatasi dengan beberapa cara (Nachrowi dan Usman, 2006):

1. Penggunaan *Generalized Least Square* (GLS)
2. Transformasi model dengan $1/X_j$, $1/\sqrt{X_j}$, atau $E(Y_i)$
3. Transformasi dengan logaritma

Gejala heteroskedastisitas juga dapat dihilangkan dengan *treatment White Heteroskedasticity Consistent Variance and Standard Error* (Gujarati, 2004). *Treatment* ini tersedia pada *software Eviews*. Pengujian heteroskedastisitas ini berlaku untuk model *Pooled Least Square* dan *Fixed Effect*, sedangkan untuk model *Random Effect* tidak perlu dilakukan pengujian heteroskedastisitas, karena pendekatan model *Random Effect* yang telah menggunakan *Generalized Least Square* yang dianggap telah dapat langsung *men-treatment* permasalahan heteroskedastisitas. Untuk mengatasi masalah ini, *treatment* yang dapat digunakan adalah dengan

melakukan pembobotan pada setiap variabel dengan varians yang tidak konstan yang memiliki tujuan untuk membuat agar varians menjadi konstan.

3.9 Pengujian Hipotesis

3.9.1 Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Koefisien Determinasi (R^2) dinyatakan dalam presentase yang nilainya berkisar antara $0 < R^2 < 1$. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati 1 (satu) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Jadi bila $R^2 = 0$, berarti tidak ada hubungan antar variabel independen dengan variabel dependen, dan bila $R^2 = 1$, berarti adanya suatu hubungan yang sempurna.

3.9.2 Pengujian Simultan (Uji F-statistik)

Pengujian ini dilakukan untuk melihat apakah terdapat pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen serta seberapa besar pengaruh tersebut dalam model secara bersamaan, atau paling tidak terdapat satu variabel independen yang dapat menjelaskan variabel dependen-nya. Persamaan dalam uji ini dilakukan dengan regresi yang diasumsikan adalah *Ordinary Least Square*. Uji F-statistik digunakan untuk mengetahui apakah seluruh variabel independen yang terdapat dalam persamaan regresi mempengaruhi variabel dependen secara bersamaan. Hipotesis dari uji ini adalah :

- H₀**: semua variabel independen secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen
- H₁**: paling tidak ada satu variabel independen yang berpengaruh terhadap variabel dependen

Hasil pengujian akan menghasilkan kesimpulan sebagai berikut :

Jika $\rightarrow \text{Prob (F-statistic)} < 0.05$, maka Hipotesis nol ditolak

Jika $\rightarrow \text{Prob (F-statistic)} > 0.05$, maka Hipotesis nol diterima

3.9.3 Pengujian Parsial (Uji t-statistik)

Uji t-statistik bertujuan untuk mengetahui tingkat signifikansi parsial dari tiap-tiap variabel independen dalam menjelaskan variabel dependennya. Hipotesis yang digunakan dalam pengujian t-statistik adalah sebagai berikut :

H₀: masing-masing variabel independen tidak memiliki pengaruh terhadap variabel dependen

H₁: masing-masing variabel independen memiliki pengaruh terhadap variabel dependen

Sedangkan kriteria yang digunakan adalah :

Jika $\rightarrow \text{P-Value} < 0.05$, maka hipotesis nol ditolak, artinya variabel independen secara signifikan mempengaruhi variabel dependen

Jika $\rightarrow \text{P-Value} > 0.05$, maka hipotesis nol diterima, artinya variabel independen secara signifikan tidak mempengaruhi variabel dependen

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Pemilihan Sampel Penelitian

Sampel penelitian menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI per tanggal 31 Desember 2009 selain yang termasuk dalam sektor keuangan untuk tahun 2007 dan 2009 dengan jumlah populasi awal sebanyak 391 perusahaan. Sampel penelitian ditentukan oleh 3 (tiga) kriteria yaitu 1) Perusahaan non finansial yang listed di BEI dan selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan, 2) Perusahaan non finansial yang listed di BEI dan membagikan dividen selama periode pengamatan, dan 3) Data-data mengenai variabel-variabel yang akan diteliti tersedia dengan lengkap dalam laporan keuangan perusahaan selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka pemilihan sampel dapat dirinci sebagai berikut :

**Tabel 4.1
Hasil Pemilihan Sampel**

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang listed di BEI	391
2	Perusahaan yang termasuk dalam sektor keuangan	(67)
3	Perusahaan yang tidak membagikan dividen selama tahun 2007 dan 2009	(204)
	Jumlah Sampel	120

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Selain 204 perusahaan yang tidak membagikan dividen di tahun 2007 dan 2009, terdapat 11 perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun 2007 dan 20 perusahaan tidak membagikan dividen pada tahun 2009. Tetapi perusahaan itu tetap dimasukkan sebagai sampel dan yang dikeluarkan dari sampel hanya perusahaan

yang tidak membagikan sampel di tahun 2007 dan 2009. Adanya perusahaan yang tidak membagikan dividen pada tahun 2007, maupun pada tahun 2009, mungkin dikarenakan kondisi Indonesia yang mengalami krisis ekonomi di sekitar periode tersebut sehingga berdampak pada beberapa perusahaan di Indonesia.

4.2 Analisa Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif bertujuan untuk memberikan gambaran atau deskripsi dari suatu data yang dilihat dari jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dari masing-masing variabel. Berikut ini dijelaskan statistik data penelitian yang ditunjukkan oleh tabel 4.2 :

Tabel 4.2
Hasil Statistik Despkriptif

	DPR	BO	TAX	GROWTH	SIZE (in million)	DER	ROE
Mean	0.350499	0.013629	0.290219	0.156818	1,796,636	1.194880	0.167847
Median	0.301700	0.000000	0.297273	0.122714	1,759,787	0.900000	0.133800
Maximum	1.202500	0.632300	0.299999	1.139375	97,559,598	6.690000	0.822100
Minimum	0.014500	0.000000	0.280000	-0.500395	56,033	0.020000	0.009700
Std. Dev.	0.215336	0.060637	0.009775	0.263013	4.820055	1.110820	0.133627

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Keterangan :

DPR = *Dividend Payout Ratio* (Rasio Pembayaran Dividen), merupakan variabel dependen

BO = *Board Ownership*, presentase kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris

TAX = Pajak penghasilan yang dikenakan bagi wajib pajak badan dalam negeri

GROWTH = Pertumbuhan perusahaan, yang dilihat dari total penjualan perusahaan

SIZE = *Size* (Ukuran perusahaan), yang merupakan log natural dari total aset perusahaan

DER = *Debt Equity Ratio*, untuk mengukur tingkat *leverage* perusahaan

ROE = *Return on Equity*, untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan

Hasil statistik deskriptif menunjukkan bahwa jumlah sampel atau observasi sebanyak 240 perusahaan, yang terdiri dari 120 perusahaan di tahun 2007 dan 120 perusahaan di tahun 2009.

Dividend Payout Ratio (DPR) pada perusahaan non finansial di Indonesia untuk tahun 2007 dan 2009 memiliki nilai rata-rata 35.05%. Nilai DPR tertinggi dimiliki oleh PT Delta Djakarta Tbk yaitu sebesar 120%, artinya PT Delta membagikan laba bersihnya sebagai dividen sebesar Rp 9,500 per lembar saham, bahkan melebihi laba per lembar saham yang dihasilkan perusahaan pada tahun 2009 yaitu sebesar Rp 7,900 per lembar saham. Sedangkan nilai DPR terendah dimiliki oleh PT Smart Tbk yaitu sebesar 1.45%, artinya besarnya laba bersih perusahaan yang dibagikan dalam bentuk dividen hanya sebesar 1.45%

Struktur Kepemilikan (BO) memiliki nilai rata-rata sebesar 1.36%. Nilai BO tertinggi dimiliki oleh PT Perdana Karya Perkasa Tbk yaitu sebesar 63.23%, artinya dari jumlah keseluruhan saham perusahaan, 63.23% dimiliki oleh dewan direksi dan dewan komisaris. Standar deviasinya sebesar 6.06%, hal ini menunjukkan bahwa data pada variabel BO memiliki sebaran yang sangat besar, karena standar deviasinya lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Pajak (TAX) memiliki nilai rata-rata sebesar 29.02%. Nilai TAX tertinggi yaitu sebesar 29.99%. Nilai tertinggi ini untuk tahun 2007 karena di tahun 2009 sudah ditetapkan tarif pajak tunggal, jadi seluruh perusahaan memiliki tarif pajak yang sama di tahun 2009 yaitu sebesar 28%. Standar deviasinya sebesar 0.98% yang berarti persebaran datanya cukup merata.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki nilai rata-rata sebesar 15.68%. Nilai GROWTH tertinggi dimiliki oleh PT Lamicitra Nusantara Tbk yaitu sebesar 113.93%. Hal ini menunjukkan PT Lamicitra Nusantara mengalami peningkatan penjualan yang begitu pesat di tahun 2007 dibandingkan dengan tahun 2006, hingga mencapai sekitar 93 milyar rupiah, dari sebelumnya sekitar 43 milyar rupiah. Nilai GROWTH terendah dimiliki oleh PT Vale Indonesia Tbk yaitu sebesar -50.03%, artinya perusahaan tersebut mengalami penurunan penjualan hingga mencapai setengah dari penjualan di tahun 2008 yaitu dari sekitar 14 triliun rupiah di tahun 2008 dan merosot hingga menjadi sekitar 7 triliun rupiah di tahun 2009.

Standar deviasinya sebesar 26.30%, hal ini menunjukkan bahwa data pada variabel GROWTH memiliki sebaran yang sangat besar, karena standar deviasinya lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata sekitar 1.7 triliun rupiah. Nilai ini merupakan logaritma natural dari total aset perusahaan. Nilai SIZE tertinggi dimiliki oleh PT Telekomunikasi Indonesia Tbk yaitu sekitar 97 triliun rupiah, artinya perusahaan ini memiliki total aset yang paling besar diantara seluruh sampel yang digunakan dalam penelitian. Nilai SIZE terendah dimiliki oleh PT Sugih Energy Tbk yaitu sekitar 56 milyar rupiah, artinya ukuran perusahaan ini, jika dilihat dari total aset yang dimiliki yaitu sebesar 56 milyar rupiah.

Leverage (DER) memiliki nilai rata-rata sebesar 1.19. Nilai DER tertinggi dimiliki oleh PT Adhi Karya (Persero) Tbk yaitu sebesar 6.61 dan nilai DER terendah dimiliki oleh PT Inti Agri Resources Tbk yaitu sebesar 0.02. Standar deviasinya sebesar 0.98, lebih kecil dari rata-ratanya. Hal ini menunjukkan data-data yang digunakan dalam variabel DER mempunyai sebaran yang kecil sehingga mengindikasikan hasil yang terdistribusi baik dan dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan merupakan data yang bagus.

Profitabilitas (ROE) memiliki nilai rata-rata sebesar 16.78%. Nilai ROE tertinggi dimiliki oleh PT Unilever Indonesia Tbk yaitu sebesar 82.21%, artinya tingkat pengembalian ekuitas perusahaan tersebut sebesar 82.21%. Sedangkan nilai ROE terendah dimiliki oleh PT Indorama Synthetics Tbk yaitu sebesar 0.97%, artinya tingkat pengembalian ekuitas perusahaan tersebut sebesar 0.97%.

4.3 Pemilihan Metode dan Model Estimasi

Model yang digunakan dalam penelitian adalah :

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BO_{it} + \beta_2 TAX_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 DER_{it} + \beta_6 ROE_{it} + e_{it}$$

Untuk memilih metode data panel yang digunakan, perlu dilakukan Uji Chow (*Chow test*) untuk memilih antara *Pooled Least Square* atau *Fixed Effect Model* serta Uji Hausman (*Hausman Test*) untuk memilih antara *Fixed Effect Model* atau *Random Effect Model*.

Nilai yang harus diperhatikan pada uji chow adalah nilai probabilitas dari F-statistik. Hipotesis yang digunakan dalam uji chow adalah sebagai berikut :

H0 : *Pooled Least Squared* (PLS) Model

H1 : *Fixed Effect Model* (FEM)

Jika nilai probabilitas F-statistik lebih kecil dari tingkat signifikansi α (5%), maka H0 ditolak yang artinya metode data panel menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM). Sebaliknya jika nilai probabilitas F-statistik lebih besar dari tingkat signifikansi α (5%), maka H0 diterima yang artinya metode panel data langsung menggunakan *Pooled Least Squared* (PLS) Model. Tabel 4.3 di bawah ini akan menunjukkan hasil uji chow :

Tabel 4.3
Uji Chow

Effects Test	Prob.
Cross-section F	0.0013

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Hasil pada tabel di atas menunjukkan nilai probabilitas F-statistik adalah 0.0013 (lebih kecil dari tingkat signifikansi 0.05) sehingga H0 ditolak dan H1 diterima. Dengan demikian metode data panel yang tepat antara *Pooled Least Squared* (PLS) Model dengan *Fixed Effect Model* (FEM) adalah *Fixed Effect Model* (FEM). Selanjutnya jika uji chow menyimpulkan untuk menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM), maka perlu dilakukan uji hausman untuk memilih antara *Fixed Effect Model* (FEM) dan *Random Effect Model* (REM).

Nilai yang harus diperhatikan pada uji hausman adalah nilai probabilitas dari

cross-section random. Hipotesis yang digunakan dalam uji hausman adalah sebagai berikut :

H0 : *Random Effect Model* (REM)

H1 : *Fixed Effect Model* (FEM)

Jika nilai probabilitas dalam uji hausman lebih kecil dari tingkat signifikansi α (5%), maka H0 ditolak yang artinya metode data panel menggunakan *Fixed Effect Model* (FEM). Sebaliknya jika nilai probabilitas pada *cross-section random* lebih besar dari tingkat signifikansi α (5%), maka H0 diterima yang artinya metode panel data menggunakan *Random Effect Model* (REM). Tabel 4.4 di bawah ini akan menunjukkan hasil Uji Hausman :

Tabel 4.4
Uji Hausman

Test Summary	Prob.
Cross-section random	0.0548

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Hasil pada tabel di atas menunjukkan nilai probabilitas pada *cross-section random* adalah 0.0548 (lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05) sehingga H0 diterima. Dengan demikian, berdasarkan uji chow dan uji hausman, maka metode data panel yang tepat antara *Fixed Effect Model* (FEM) dengan *Random Effect Model* (REM) adalah *Random Effect Model* (REM).

4.4 Pengujian Asumsi Klasik

Agar model regresi yang dipakai dalam penelitian ini secara teoritis menghasilkan nilai parametrik yang sesuai, terlebih dahulu data harus memenuhi tiga uji asumsi klasik. Dimana model penelitian harus terbebas dari masalah multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokedastisitas. Asumsi-asumsi tersebut perlu

dipenuhi agar regresi penelitian memenuhi sifat BLUE (*Best Linear Unbiased Estimators*).

4.4.1 Uji Multikolinearitas

Uji multikoloniaritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen. Apabila terdapat korelasi lebih dari 0.8, maka hal tersebut menunjukkan adanya multikolinearitas. Tabel 4.5 di bawah ini menunjukkan matriks korelasi antara variabel-variabel independen dalam model penelitian.

Tabel 4.5
Hasil Uji Multikolinearitas

	DPR	BO	TAX	GROWTH	SIZE	DER	ROE
DPR	1.000000	0.005160	-0.102009	-0.143729	0.159211	-0.157402	0.272354
BO	0.005160	1.000000	-0.080123	-0.113216	-0.199838	-0.038665	-0.123628
TAX	-0.102009	-0.080123	1.000000	0.512545	-0.033434	0.039212	-0.089962
GROWTH	-0.143729	-0.113216	0.512545	1.000000	-0.03427	0.045845	0.108843
SIZE	0.159211	-0.199838	-0.033434	-0.03427	1.000000	0.131012	0.343126
DER	-0.157402	-0.038665	0.039212	0.045845	0.131012	1.000000	0.056699
ROE	-0.272354	-0.123628	-0.089962	0.108843	0.343126	0.056699	1.000000

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Keterangan :

DPR = *Dividend Payout Ratio* (Rasio Pembayaran Dividen), merupakan variabel dependen

BO = *Board Ownership*, presentase kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris

TAX = Pajak penghasilan yang dikenakan bagi wajib pajak badan dalam negeri

GROWTH = Pertumbuhan perusahaan, yang dilihat dari total penjualan perusahaan

SIZE = *Size* (Ukuran perusahaan), yang merupakan log natural dari total aset perusahaan

DER = *Debt Equity Ratio*, untuk mengukur tingkat *leverage* perusahaan

ROE = *Return on Equity*, untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa koefisien korelasi antar variabel tersebut tidak ada yang melebihi 0.8, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas antara variabel-variabel independen yang digunakan dalam model penelitian.

Hasil pada tabel di atas menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki hubungan positif terhadap *dividend payout ratio*, artinya semakin tinggi kepemilikan yang dimiliki oleh direksi dan komisaris, perusahaan akan cenderung meningkatkan pembayaran dividen. Pajak memiliki hubungan negatif terhadap *dividend payout ratio*, artinya semakin tinggi tarif pajak yang dikenakan pada perusahaan, maka pembayaran dividen kepada para pemegang saham semakin rendah. Pertumbuhan perusahaan juga memiliki hubungan negatif terhadap *dividend payout ratio*, artinya semakin besar pertumbuhan perusahaan, maka semakin kecil kebijakan pembayaran dividen oleh perusahaan. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, artinya perusahaan yang besar cenderung untuk memberikan rasio pembayaran dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya. *Leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, artinya jika semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya, hal ini berarti perusahaan akan memberikan dividen yang rendah. Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, artinya apabila keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan besar, maka perusahaan akan meningkatkan pembayaran dividen.

4.4.2 Uji Autokorelasi dan Uji Heterokedastisitas

Setelah dilakukan uji multikolinieritas, pengujian asumsi yang dilakukan selanjutnya adalah uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas. Gujarati (2004) menyatakan bahwa masalah autokorelasi dan heterokedastisitas pada data panel dapat diatasi dengan menggunakan metode *Generalized Least Square* (GLS). Jika metode GLS digunakan, diasumsikan tidak terdapat masalah autokorelasi dan

heteroskedastisitas di dalam model regresi, sehingga uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas tidak perlu dilakukan. Namun untuk lebih pasti, hal ini dapat dicek ulang dengan melihat nilai *Durbin-Watson* untuk melihat apakah terdapat masalah autokorelasi apa tidak dan uji *White Heteroscedasticity* untuk melihat apakah terdapat masalah heteroskedastisitas atau tidak.

Dari hasil regresi dengan menggunakan *Random Effect Model (REM)*, dapat dilihat nilai *Durbin-Watson* yang diperoleh yaitu sebesar 2.03. Nilai ini sudah mendekati angka 2, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi. Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan uji *white* dan pada hasil regresi dinyatakan bahwa masalah heteroskedastisitas telah diatasi.

4.5 Analisis Regresi Linier Berganda

Berdasarkan uji chow dan uji hausman, metode data panel yang digunakan untuk model penelitian adalah *Random Effect Model (REM)*. Selanjutnya agar diasumsikan metode ini tidak memiliki masalah autokorelasi dan heteroskedastisitas, maka metode *Random Effect Model (REM)* dimodifikasi dalam bentuk *Generalized Least Square*.

Tabel 4.6
Hasil Estimasi Model dengan REM – Cross-Section Random Effect

Variable Independen	FEM - GLS	
	Coefficient	Prob.
C	0.055273	0.1219
BO?	0.113700	0.0000
TAX?	-0.681507	0.3438
GROWTH?	-0.003705	0.2764
SIZE?	0.039799	0.0552
DER?	-0.027226	0.0291
ROE?	0.296596	0.0000
Adjusted R-squared	0.06478	
Prob(F-statistic)	0.00322	

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Hasil pengujian menunjukkan nilai probabilitas F-statistic sebesar 0.00322, lebih kecil dari tingkat signifikansi α (5%). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama, variabel independen dalam model penelitian ini dapat mempengaruhi variabel dependen (DPR) secara signifikan dengan tingkat kepercayaan (*confidence level*) 95%.

Karena persamaan ini merupakan regresi dengan banyak variabel, maka yang lebih relevan untuk dievaluasi adalah nilai *Adjusted R-Square* (R^2). R^2 digunakan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai R^2 dalam persamaan regresi model penelitian ini adalah sebesar 0.091758. Artinya 9.17% perubahan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dipengaruhi oleh variabel-variabel penentu dalam model, sedangkan sisanya sebesar 90.83% dipengaruhi oleh variabel lain yang ada di luar model. Nilai koefisien determinasi yang diukur dengan menggunakan *Adjusted R²*, yaitu sebesar 0.06478. Nilai ini menunjukkan bahwa variabel-variabel independen dalam model regresi dapat menjelaskan variabel dependennya (DPR) sebesar 6.48%, sementara sisanya sekitar 93.52% dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak termasuk ke dalam model.

Struktur kepemilikan (BO) memiliki t-statistik sebesar 2.645615 dengan nilai probabilitas t-statistik untuk BO sebesar 0 ($p < 0.05$). Dengan menggunakan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0.05$) dapat disimpulkan bahwa keputusan yang diambil adalah terima H1 yaitu BO memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR. Nilai koefisien dari variabel BO menunjukkan bahwa hubungan antara BO dengan DPR adalah positif.

Pajak (TAX) memiliki nilai probabilitas t-statistik untuk TAX sebesar 0.3438 ($p > 0.05$). Dengan menggunakan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0.05$) dapat disimpulkan bahwa keputusan yang diambil adalah tolak H2, yaitu TAX tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR.

Pertumbuhan perusahaan (GROWTH) memiliki nilai probabilitas t-statistik untuk GROWTH sebesar 0.2764 ($p > 0.05$). Variabel GROWTH juga memiliki tanda negatif yang berarti hubungan antara GROWTH dan DPR adalah negatif. Dengan

menggunakan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0.05$) dapat disimpulkan bahwa keputusan yang diambil adalah tolak H3 yaitu GROWTH tidak memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

Dari ketiga variabel kontrol, dapat dilihat bahwa ada dua variabel kontrol yang secara signifikan mempengaruhi variabel DPR dengan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0.05$), yaitu *leverage* (DER) dan profitabilitas (ROE). Variabel DER memiliki probabilitas t-statistik sebesar 0.0291 ($p < 0.05$). Nilai koefisien dari variabel DER menunjukkan bahwa hubungan antara DER dengan DPR adalah negatif. Variabel profitabilitas (ROE) memiliki probabilitas t-statistik sebesar 0 ($p < 0.05$). Nilai koefisien dari variabel ROE menunjukkan bahwa hubungan antara ROE dengan DPR adalah positif. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap variabel DPR dengan tingkat keyakinan 95% ($\alpha = 0.05$) karena variabel ini memiliki probabilitas t-statistik sebesar 0.0552 ($p > 0.05$). Namun SIZE memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR dengan tingkat keyakinan 90% ($\alpha = 0.1$). Nilai koefisien dari variabel SIZE menunjukkan bahwa hubungan antara SIZE dengan DPR adalah positif.

4.5.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Pembayaran Dividen

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan Munthe (2009) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Dalam penelitiannya, ia mengatakan bahwa semakin banyaknya saham yang dimiliki oleh manajerial maka manajemen cenderung menahan laba untuk pengembangan perusahaan. Hasil penelitian ini juga bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) yang

membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Sebaliknya, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Shah et al (2010) yang mengatakan bahwa terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi presentase kepemilikan oleh dewan direksi, maka tingkat dividen tunai juga semakin tinggi. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perilaku manajer mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham.

Penelitian oleh Kumar (2007) membuktikan bahwa *managerial ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Ia menyebutkan bahwa manajemen perusahaan melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam mengambil kebijakan dividen, hal ini berarti kepemilikan saham manajemen yang meningkat mampu meningkatkan besarnya kebijakan dividen. Gustiana (2009) juga membuktikan bahwa *insider ownership* mempunyai pengaruh yang signifikan positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Apabila saham yang dimiliki oleh direksi dan komisaris semakin banyak, maka manajemen cenderung membayar dividen yang lebih besar, dengan anggapan bahwa dividen yang diterima akan digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya sendiri.

Berdasarkan hasil tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

4.5.2 Pengaruh Pajak terhadap Pembayaran Dividen

Pengujian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa pajak berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hadiwidjaja (2007) yang menunjukkan bahwa

tax rate memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hubungan antara *tax* dan DPR berlawanan, apabila *tax* semakin besar maka DPR akan menurun dan sebaliknya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Holmen et al (2008) yang menunjukkan adanya hubungan yang negatif namun tidak signifikan antara *tax* dan *dividend payout ratio*. Di dalam penelitiannya dikatakan bahwa orang yang berada di dalam *tax bracket* _tinggi akan menghindari dividen yang tinggi agar tidak membayar pajak, sementara orang yang berada dalam *tax bracket* yang rendah tidak menunjukkan preferensi yang kuat. Namun dengan hasil yang tidak signifikan dapat dikatakan bahwa tingkat pajak bukan merupakan faktor yang penting dalam menentukan kebijakan dividen. Adanya hubungan negatif antara pajak dan pembayaran dividen juga sesuai dengan *Tax Preference Theory* yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen, maka jika pajak yang dikenakan tinggi, para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan Chaplinsky dan Seyhun (1990) yang menyatakan bahwa *tax rate* tidak memiliki dampak yang signifikan terhadap *trade-off* antara dividen dan *realized capital gain*. Ia menyatakan bahwa walaupun ada strategi pengurangan pajak yang tersedia untuk semua investor, namun banyak investor yang tidak menggunakannya. Penelitian oleh Bernheim (1991) juga menyebutkan hal yang serupa yaitu *tax rate* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan tetap membayar dividen meskipun ada kerugian pajak. Pajak dividen tidak mempengaruhi investasi, karena itu kebijakan dividen tidak sensitif terhadap tingkat pajak dividen, dan justru peningkatan dalam pajak atas dividen akan menambah pendapatan pemerintah. Jadi dalam penelitian ini disimpulkan bahwa pajak atas dividen tidak akan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen.

Berdasarkan hasil tersebut, dapat disimpulkan bahwa pajak tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.

4.5.3 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Pembayaran Dividen

Berdasarkan pengujian yang dilakukan, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkannya sebagai dividen. Namun hasil penelitian ini tidak signifikan, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chasanah (2008) yang menyatakan bahwa *growth* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap pembayaran dividen. Ia menyatakan bahwa perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan penjualan yang tinggi akan memberikan pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal. Selain itu adanya pertimbangan bahwa pembagian dividen meskipun memiliki efek sebagai penarik investasi, namun juga dapat memperlemah posisi keuangan periode selanjutnya. Namun hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa tingginya pertumbuhan penjualan tidak membuat perusahaan memberikan pembayaran dividen yang rendah.

Hasil penelitian ini juga konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) dan Sulistiyowati et al. (2010) yang menunjukkan bahwa *growth* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Artinya, besarnya pertumbuhan perusahaan tidak menjadi faktor yang signifikan terhadap besar atau kecilnya pembayaran dividen kepada para investornya. Jadi, dapat disimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan negatif terhadap pembayaran dividen.

4.5.4 Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Pembayaran Dividen

Dari tiga variabel kontrol yang digunakan yaitu ukuran perusahaan (SIZE), *leverage* (DER), dan profitabilitas (ROE), hanya *leverage* dan profitabilitas yang terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan tingkat signifikansi 5%. Namun, ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen dengan tingkat signifikansi 10%. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008). Ia menyatakan bahwa perusahaan yang besar akan cenderung membagikan dividen yang tinggi untuk menjaga reputasi di kalangan investor. Sedangkan ukuran perusahaan yang kecil akan mengalokasikan laba ke saldo laba untuk menambah aset perusahaan sehingga perusahaan cenderung membagikan dividen yang rendah. Vogt (1994) dalam Hatta (2002) mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran deviden dalam perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, dimana hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran deviden yang tinggi.

Leverage memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan John (2010) yang mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi akan membayar dividen yang lebih rendah untuk menghindari biaya penambahan modal eksternal perusahaan. Dewi (2008) juga mengatakan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya. Pengurangan utang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Hasil penelitian ini juga konsisten dengan

penelitian yang dilakukan oleh Handayani (2010) yang menyimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat DER, berarti komposisi hutang juga semakin tinggi, sehingga akan berakibat pada semakin rendahnya kemampuan untuk membayar dividen. Setiap kenaikan DER akan menurunkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham.

Profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Kadir (2010) yang mengatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas, maka semakin besar tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen. Rasio profitabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Stabilitas keuntungan merupakan hal yang penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan ke investor. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Handayani (2010) yaitu profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap DPR. Adanya pengaruh positif antara profitabilitas dan DPR menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan. Perusahaan yang memiliki kemampuan menghasilkan laba yang besar akan cenderung memberikan sinyal positif bahwa perusahaan akan membagikan dividen yang lebih besar kepada para pemegang saham.

4.6 Analisis Tambahan

Penelitian ini menggunakan dua periode yaitu tahun 2007 dan tahun 2009 untuk melihat apakah ada perbedaan yang signifikan terhadap variabel dependen yang diteliti yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR) ketika pajak perusahaan dihitung berdasarkan tarif progresif (tahun 2007) dan berdasarkan tarif tunggal (2009). Sejak tahun 2009, peraturan perpajakan mengalami perubahan, salah satunya untuk perhitungan Pph Badan. Jika sebelumnya menggunakan tarif progresif, maka di tahun 2009 perhitungan Pph Badan (*corporate tax*) menggunakan tarif tunggal yaitu sebesar 28%.

Untuk melihat apakah ada perbedaan yang signifikan atau tidak pada saat sebelum dan sesudah tarif tunggal, maka di awal model penelitian, peneliti memasukkan variabel *dummy* dengan kriteria tahun 2007 = 1 (sebelum tarif tunggal), dan tahun 2009 = 0 (sesudah tarif tunggal). Namun setelah melakukan *run* data dengan program EVIEWS, ditemukan adanya multikolinearitas antara variabel pajak (TAX) dan variabel *dummy* tersebut. Karena itu hal ini harus segera diatasi, dan salah satu caranya adalah dengan menghilangkan salah satu variabel yang memiliki masalah multikolinearitas tersebut. Disini peneliti menghapus variabel *dummy* dan menghilangkannya dalam model penelitian.

Karena itu, peneliti melakukan uji beda dengan *Anova Test*. *Anova* (*Analysis of Variance*) adalah proses pengolahan data yang dilakukan untuk menguji perbedaan nilai rata-rata diantara dua atau lebih kelompok. Di dalam penelitian ini, *Anova Test* dilakukan untuk melihat apakah ada perbedaan yang signifikan terhadap variabel DPR saat sebelum dan sesudah tarif tunggal. *Anova Test* dilakukan dengan program EVIEWS, dan hasil yang didapat adalah sebagai berikut :

Tabel 4.7
Anova Test

Method	df	Value	Probability	
Anova F-test	(1, 207)	2.323331	0.129	
Category Statistics				
DUMMY	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
0	100	0.374127	0.23902	0.023902
1	109	0.328821	0.189587	0.018159
All	209	0.350499	0.215336	0.014895

Sumber : Hasil Olahan Peneliti

Dari hasil di atas dapat dilihat nilai probabilitas Anova F-test sebesar 0.129 dimana nilai ini lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan pada variabel DPR ketika diterapkannya tarif tunggal. Selain itu, dari hasil di atas dapat dilihat juga bahwa rata-rata pada tahun 2007 (variabel *dummy* = 1) dan tahun 2009 (variabel *dummy* = 0) tidak jauh berbeda. Karena itu dapat disimpulkan bahwa pembayaran dividen untuk tahun 2007 (sebelum tarif tunggal) tidak memiliki perbedaan yang signifikan dengan pembayaran dividen untuk tahun 2009 (setelah tarif tunggal).

Pengenaan dividen bagi Wajib Pajak Orang Pribadi (WPOP) mengalami perubahan tarif sehingga tarif pajak atas dividen bagi WPOP berbeda di tahun 2007 dan 2009. UU Pajak Penghasilan yang terbaru (UU No. 36 tahun 2008) menyebutkan bahwa dividen yang diterima oleh WPOP diturunkan setinggi-tingginya 10% dan bersifat final. Semula dividen WPOP dikenakan tarif progresif sampai dengan maksimum 35% (berdasarkan UU No. 17 tahun 2000). Namun dividen yang diterima oleh Wajib Pajak Badan dalam negeri masih memiliki tarif yang sama di tahun 2007 dan 2009, yaitu sebesar 15%. Hal ini mungkin yang menjadi alasan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan terhadap kecenderungan perusahaan untuk membayarkan dividen di tahun 2007 dan tahun 2009, dimana mungkin sebagian besar penerima dividen adalah korporasi / perusahaan bukan individu.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk meneliti apakah struktur kepemilikan (BO), pajak (TAX), dan pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2007 dan 2009. Hasil pengujian hipotesis dapat dirinci sebagai berikut :

1. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil ini dapat menjelaskan bahwa apabila saham yang dimiliki oleh direksi dan komisaris semakin banyak, maka manajemen cenderung membayar dividen yang lebih besar, dengan anggapan bahwa dividen yang diterima akan digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya sendiri. Karena itu dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen diterima.
2. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa tingkat pajak bukan merupakan faktor yang penting dalam menentukan kebijakan dividen. Karena itu dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua yang menyatakan bahwa pajak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen ditolak.
3. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hal ini menunjukkan bahwa

besarnya pertumbuhan perusahaan, tidak menjadi faktor yang signifikan terhadap besar atau kecilnya pembayaran dividen kepada para investornya. Karena itu dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap pembayaran dividen ditolak.

5.2 Keterbatasan Penelitian

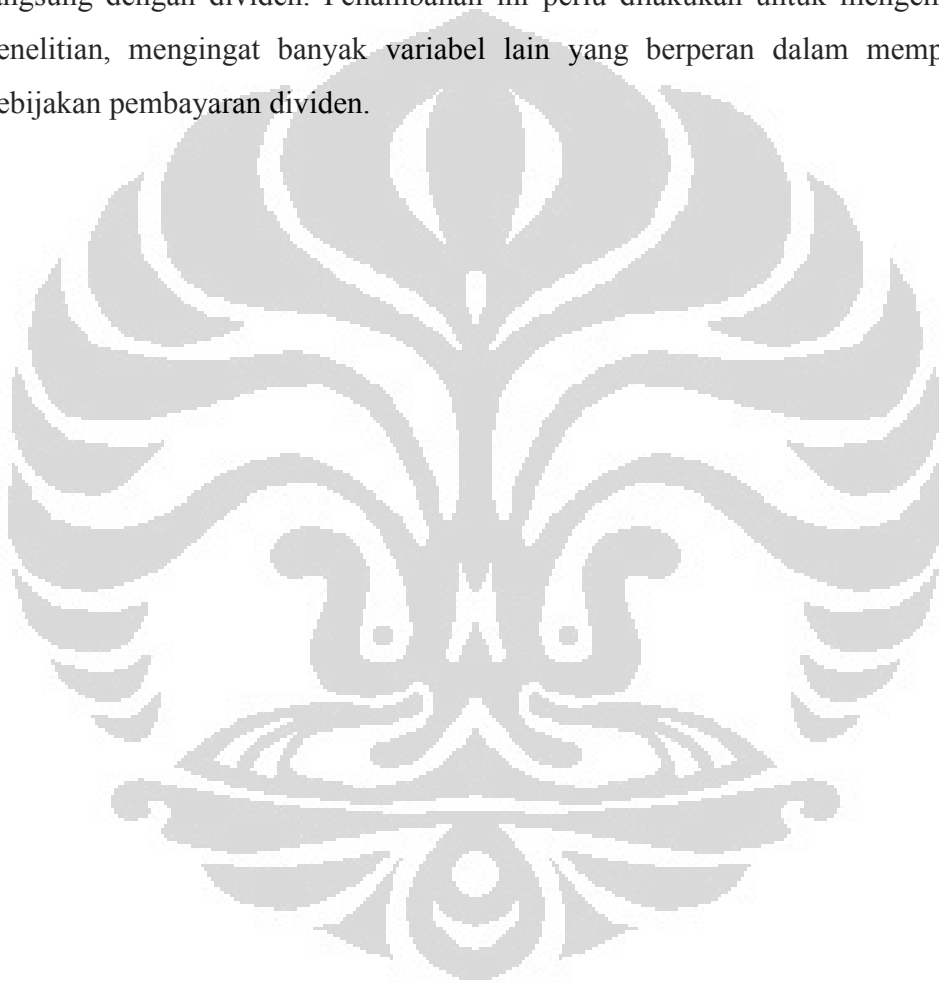
Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan, yang dapat memberikan hasil pengujian yang kurang kuat, yaitu :

1. Jumlah sampel penelitian yang masih relatif sedikit.
2. Periode yang digunakan dalam pengambilan sampel hanya 2 periode yaitu periode tahun 2007 dan 2009, dan waktu pengamatan kurang baik karena pada periode 2007, banyak perusahaan yang mulai mengalami krisis global, dan periode 2009 adalah masa-masa perusahaan setelah mengalami krisis global di tahun 2008, sehingga banyak perusahaan yang tidak mampu untuk membayarkan dividen pada periode tersebut.
3. Tidak memasukkan peraturan tentang adanya 2 (dua) kemungkinan *tax rate* pada emiten atau perusahaan *go public* di BEI dimana perusahaan yang jumlah kepemilikan saham publiknya minimal 40% dan menyebar kepemilikannya kepada sekurang-kurangnya 300 pihak mendapat keringanan berupa pemotongan tarif pajak sebesar 5%. Sehingga kemungkinan pertama adalah perusahaan tersebut dikenakan tarif pajak normal dan kemungkinan kedua adalah perusahaan tersebut mendapat pengurangan tarif dari tarif normal sebesar 5% dengan syarat seperti yang telah disebutkan.

5.3 Saran untuk Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini membuka peluang bagi peneliti selanjutnya untuk lebih mengembangkan penelitian ini. Diharapkan dengan melihat kekurangan-kekurangan

pada penelitian ini dan penelitian sebelumnya, peneliti akan memperbaiki penelitian selanjutnya sehingga dapat memberikan hasil yang lebih mencerminkan keadaan sebenarnya dan lebih *reliable*. Saran untuk penelitian selanjutnya adalah menambah sampel penelitian dengan memperpanjang periode pengamatan. Selain itu peneliti selanjutnya dapat menambahkan variabel independen lainnya yang berhubungan langsung dengan dividen. Penambahan ini perlu dilakukan untuk mengembangkan penelitian, mengingat banyak variabel lain yang berperan dalam mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen.



DAFTAR REFERENSI

- Andriyani, M. (2008). *Analisis pengaruh cash ratio, debt to equity ratio, insider ownership, Investment Opportunity Set (IOS), dan profitability terhadap kebijakan dividen*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Afza, T., & Mirza, H. H. (2010). Ownership structure and cash flow as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. *International Business Research*, Vol 3 no 3, July 2010.
- Bernheim, B. D. (1991). Tax policy and the dividend puzzle. *The Rand Journal of Economics*, Vol. 22 No. 4, pp. 455-476.
- Brigham, E.F, & Houston, J. (2001). *Manajemen Keuangan* (edisi 8). Jakarta : Erlangga.
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). Impact of personal taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions. *JSTOR, Financial Management* Vol 19, No. 2, pp 21-31.
- Chaplinsky, S., & Seyhun, H. N. (1990). Dividends and taxes : evidence on tax-reduction strategies. *The Journal of Business*, Vol. 63 No. 2, pp. 239-260.
- Chasanah, A, N. (2008). *Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR) pada perusahaan yang listed di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Daunfeldt, S., Selander, C., & Wikstrom, M. (2006). Taxation, dividend payments, and ex-day price changes. *Multinational Finance Journal*.
- Deitiana, T. (2009). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11, No. 1, pp. 57-63.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan Iinstitusional, kebijakan utang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 10 No. 2, pp. 47-58.

- Gill, A., Biger, N., & Tibrewala, R. (2010). Determinants of dividend payout ratios : evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, 8-14.
- Gujarati, Damodar N. (2004). *Basic Econometrics* (4th edition). New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Gustiana, N. (2009). *Pengaruh insider ownership, dispersion ownership, free cash flow, collateralizable assets, dan tingkat pertumbuhan terhadap dividend payout ratio (DPR) pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia tahun 2004-2008*. Skripsi. Medan : Universitas Sumatera Utara.
- Hadiwidjaja, R. D. (2007). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur di Indonesia*. Tesis. Medan : Universitas Sumatera Utara.
- Hamid, Z., Hanif, C. A., Saif-UI-Malook, S., & Wasimullah. (2012). The effect of taxes on dividend policy of banking sector in Pakistan. *African Journal of Business Management*, Vol. 6(8) pp. 2951-2954.
- Handayani, Dyah. (2010). *Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2007*. Skripsi. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Hatta, A. J. (2002). Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen : Investigasi pengaruh teori stakeholder. *JAAI* , Vol. 6 No. 2, Desember 2002.
- Holmen, M., Knopf, J. D., & Peterson, S. (2007). Inside shareholders' effective tax rates and dividends. *Journal of Banking and Finance*.
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD), 2007 – 2010*
- Jensen, G. R., Solberg D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27 No. 2 pp. 247-263.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp.305-360.

- John, S. F., & Muthusamy, K. (2010). Leverage, growth, and profitability as determinants of dividend payout ratio. *Asian Journal of Business Management Studies*, pp 26-30.
- Kadir, Abdul. (2010). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan *credit agencies go public* di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*, Vol 11 No 1, April 2010.
- Keown, et al. 2000. *Manajemen Keuangan Edisi Ketujuh*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kumar, S. (2007). *Analisis pengaruh struktur kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS), dan rasio-rasio keuangan terhadap Dividend Payout Ratio (DPR)*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Munthe, T. F. (2009). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI. Skripsi. Medan : Universitas Sumatera Utara.
- Nuringsih, K. (2005). Pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen : studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 2, No. 2, pp.103-123.
- Nachrowi, Nachrowi D. dan Hardius Usman. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika Untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. 2006. Jakarta : Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Prihantoro. (2003). Estimasi pengaruh dividend payout ratio pada perusahaan publik Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* No. 1, Jilid 8.
- Puspita, F. (2009). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividend payout ratio*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Putera, C. S. (2011). *Analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap dividend payout ratio*. Skripsi. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Risaptoko, R.A. (2007). *Analisis pengaruh cash ratio, debt to total asset, asset growth, firm size, dan return on asset terhadap dividend payout ratio*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.

- Rosdini, D. (2009). *Pengaruh free cash flow terhadap dividend payout ratio*. Tesis. Bandung : Universitas Padjajaran.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta, and agency cost as determinants of dividend payout ratio. *The Journal of Financial Research*, Vol V No. 3.
- Samuel, S.E., & Inyada, S. J. (2010). The effect of company income tax on dividend policy of financial institutions in Nigeria. *Continental J. Social Science* 3: 1-6.
- Sartono, Agus. (2000.) *Manajemen Keuangan (edisi 3)*. Yogyakarta: Badan Penerbitan Fakultas Ekonomi (BPFE) Yogyakarta.
- Scott Jr., David F., Martin, John D., Petty, William, dan Keown, Arthur J. (1999). *Basic Financial Management* (8th edition). USA : Prentice Hall, Inc.
- Shah, Dr. S. Z., Ullah, W, & Hasnain, B. (2011). Impact of ownership structure on dividend policy of firm. *International Conference on E- business, Management and Economics*, Vol 3, 2011.
- Siamat, D. (2004). *Manajemen Lembaga Keuangan*. Jakarta : FE UI
- Sitanggang, M. R. (2009). Analisis pengenaan pajak penghasilan terhadap pembagian dividen. Tesis. Medan : Universitas Sumatera Utara.
- Stice, E. K., Stice, J. D., & Skousen, F. (2004). *Akuntansi Keuangan Menengah, Edisi Kedua, Jilid I*. Jakarta : PT. Salemba Empat.
- Sulistiyowati, I., Anggraini, R., & Utaminingsyas, T. H. (2010). Pengaruh profitabilitas, leverage, dan growth terhadap kebijakan dividen dengan good corporate governance sebagai variabel intervening. *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Sutrisno. (2003). *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Ekonisia
- Suwaldiman & Aziz, A. (2006). Pengaruh insider ownership dan risiko pasar terhadap kebijakan dividen. *SINERGI, Kajian Bisnis dan Manajemen*, Vol 8 No.1, pp. 53-64.

- Tirsono. (2008). *Analisis pajak dan faktor-faktor lain yang berpengaruh terhadap tingkat utang pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta*. Tesis. Semarang : Universitas Diponegoro.
- Ullah, H., Fida, A., & Khan, S. (2012). The impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-200 index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 9.
- Undang-Undang Pajak Penghasilan No. 17 Tahun 2000
- Undang-Undang Pajak Penghasilan No. 36 Tahun 2008
- Yuningsih. (2008). *Insider ownership, free cash flow, dan dividend policy perusahaan manufaktur terdaftar di BEJ*. *Jurnal Riset Ekonomi dan Bisnis*, Vol 8 No. 1.
- <http://www.idx.co.id/Home/Publication/PerformanceSummary/tabid/148/language/en-US/Default.aspx>

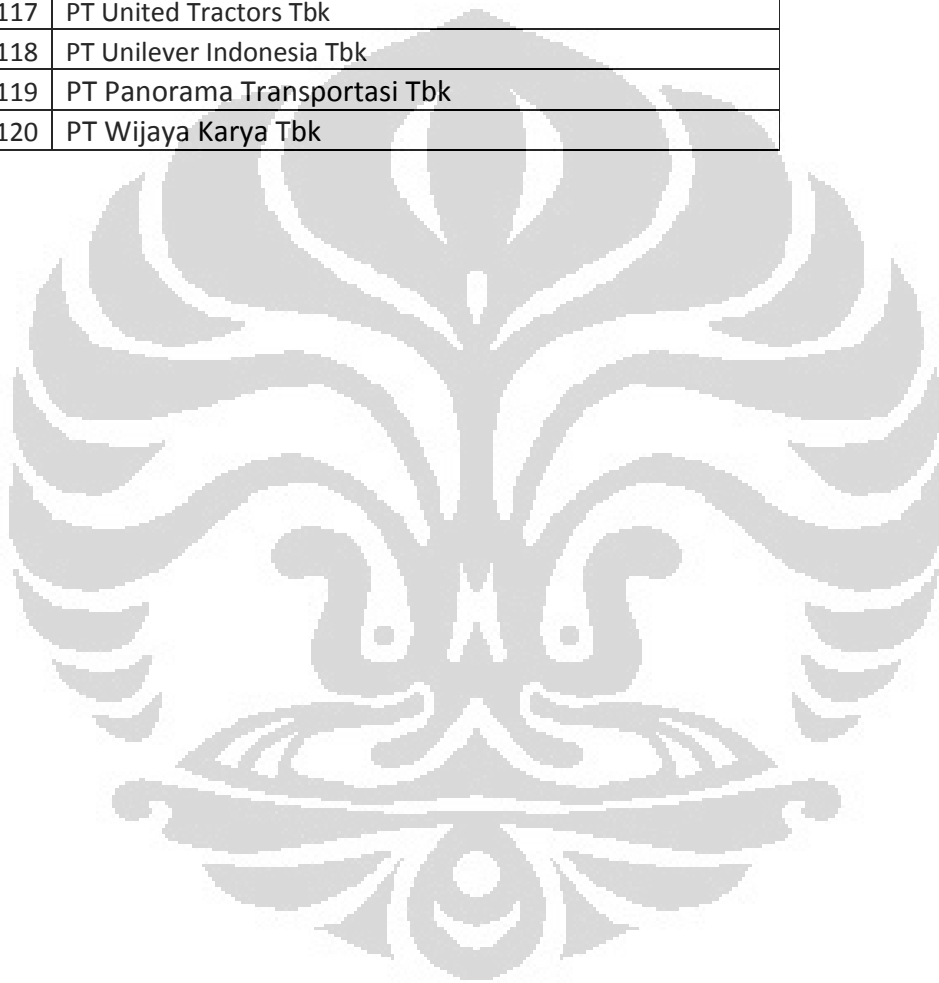
Lampiran 1
Sampel Penelitian

No	Nama Perusahaan
1	PT Astra Argo Lestari Tbk
2	PT Ace Hardware Indonesia Tbk
3	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
4	PT Adaro Energy Tbk
5	PT AKR Corporindo Tbk
6	PT Alumindo Light Metal Industry Tbk
7	PT Asahimas Flat Glass Tbk
8	PT Aneka Tambang (Persero) Tbk
9	PT Arpeni Pratama Ocean Line Tbk
10	PT Arwana Citramulia Tbk
11	PT Astra Graphia Tbk
12	PT Astra International Tbk
13	PT Astra Otoparts Tbk
14	PT Sepatu Bata Tbk
15	PT Berlian Laju Tanker Tbk
16	PT Global Mediacom Tbk
17	PT Indo Kordsa Tbk
18	PT Berlina Tbk
19	PT Budi Acid Jaya Tbk
20	PT Bumi Resources Tbk
21	PT Colopak Indonesia Tbk
22	PT Citra Marga Nusaphala Persada Tbk
23	PT Cowel Development Tbk
24	PT Charoen Pokphand Indonesia Tbk
25	PT Citra Tubindo Tbk
26	PT Ciputra Development Tbk
27	PT Duta Graha Indah Tbk
28	PT Delta Djakarta Tbk
29	PT Duta Pertiwi Nusantara Tbk
30	PT Darya-Varia Laboratoria Tbk
31	PT Ekadharma International Tbk
32	PT Elnusa Tbk
33	PT Enseval Putra Megatrading Tbk

34	PT XL Axiata Tbk
35	PT Fast Food Indonesia Tbk
36	PT Fajar Surya Wisesa Tbk
37	PT FKS Multi Argo Tbk
38	PT Fortune Indonesia Tbk
39	PT Goodyear Indonesia Tbk
40	PT Gudang Garam Tbk
41	PT Gajah Tunggal Tbk
42	PT Gowa Makassar Tourism Development Tbk
43	PT Perdana Gapura Prima Tbk
44	PT Hexindo Adiperkasa Tbk
45	PT HM Sampoerna Tbk
46	PT Champion Pacific Indonesia Tbk
47	PT Inti Kapuas Arowana Tbk
48	PT Sumi Indo Kabel Tbk
49	PT Vale Indonesia Tbk
50	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
51	PT Indorama Synthetics Tbk
52	PT Indospring Tbk
53	PT Indika Energy Tbk
54	PT Intraco Penta Tbk
55	PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk
56	PT Indo Tambangraya Megah Tbk
57	PT Jembo Cable Company Tbk
58	PT Jaya Konstruksi Manggala Pratama Tbk
59	PT Jaya Real Property Tbk
60	PT Jasa Marga Tbk
61	PT Jasuindo Tiga Perkasa Tbk
62	PT Kimia Farma (Persero) Tbk
63	PT Kalbe Farma Tbk
64	PT Lamicitra Nusantara Tbk
65	PT Laguna Cipta Griya Tbk
66	PT Lion Metal Works Tbk
67	PT Lionmesh Prima Tbk
68	PT Lautan Luas Tbk
69	PT Malindo Feedmill Tbk
70	PT Mitra Adiperkasa Tbk
71	PT Multistrada Arah Sarana Tbk

72	PT Merck Tbk
73	PT Multi Indocitra Tbk
74	PT Multipolar Tbk
75	PT Media Nusantara Citra Tk
76	PT Matahari Putra Prima Tbk
77	PT Mustika Ratu Tbk
78	PT Metrodata Electronics Tbk
79	PT Mayora Indah Tbk
80	PT Panorama Sentrawisata Tbk
81	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk
82	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk
83	PT Perdana Karya Perkasa Tbk
84	PT Pudjiadi & Sons Tbk
85	PT Pool Advista Indonesia Tbk
86	PT Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
87	PT Petrosea Tbk
88	PT Pudjiadi Prestige Tbk
89	PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk
90	PT Ricky Putra Globalindo Tbk
91	PT Bentoel International Investama Tbk
92	PT Rig Tenders Tbk
93	PT Radiant Utama Interinsco Tbk
94	PT Supreme Cable Manufacturing Corporation Tbk
95	PT Surya Citra Media Tbk
96	PT Sampoerna Argo Tbl
97	PT SMART Tbk
98	PT Samudera Indonesia Tbk
99	PT Semen Gresik (Persero) Tbl
100	PT Summarecon Agung Tbk
101	PT Selamat Sempurna Tbk
102	PT Sorini Agro Asia Corporindo Tbk
103	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk
104	PT Sugi Samapersada Tbk
105	PT Tunas Baru Lampung Tbk
106	PT Mandom Indonesia Tbk
107	PT Tigaraksa Satria Tbk
108	PT Timah (Persero) Tbk
109	PT Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk

110	PT Surya Toto Indonesia Tbk
111	PT Chandra Asri Petrochemical Tbk
112	PT Trias Sentosa Tbk
113	PT Tempo Scan Pacific Tbk
114	PT Tunas Ridean Tbk
115	PT Unggul Indah Cahaya Tbk
116	PT Bakrie Sumatera Plantations Tbk
117	PT United Tractors Tbk
118	PT Unilever Indonesia Tbk
119	PT Panorama Transportasi Tbk
120	PT Wijaya Karya Tbk



Universitas Indonesia

Lampiran 2
Statistik Deskriptif

	DPR?	BO?	TAX?	GROWTH?	SIZE?	DER?	ROE?
Mean	0.350499	0.013629	0.290219	0.156818	12.25446	1.194880	0.167847
Median	0.301700	0.000000	0.297273	0.122714	12.24546	0.900000	0.133800
Maximum	1.202500	0.632300	0.299999	1.139375	13.98927	6.690000	0.822100
Minimum	0.014500	0.000000	0.280000	-0.500395	10.74845	0.020000	0.009700
Std. Dev.	0.215336	0.060637	0.009775	0.263013	0.683052	1.110820	0.133627
Skewness	1.269888	6.810682	-0.080113	0.917554	0.173192	2.351622	2.064144
Kurtosis	4.941922	58.92754	1.023736	5.035991	2.631899	10.41097	8.462679
Jarque-Bera	89.01240	28854.47	34.23501	65.42465	2.224808	670.9155	408.2782
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.328768	0.000000	0.000000
Sum	73.25420	2.848543	60.65581	32.77497	2561.182	249.7300	35.08000
Sum Sq. Dev.	9.644866	0.764772	0.019873	14.38856	97.04438	256.6554	3.714082
Observations	209	209	209	209	209	209	209
Cross sections	120	120	120	120	120	120	120

Lampiran 3
Pooled Least Square Method

Dependent Variable: DPR?
Method: Pooled Least Squares
Date: 06/20/12 Time: 01:04
Sample: 2007 2009
Included observations: 2
Cross-sections included: 120
Total pool (unbalanced) observations: 209

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.152936	0.553292	-0.276410	0.7825
BO?	0.116479	0.238758	0.487855	0.6262
TAX?	0.504222	1.702764	0.296120	0.7674
GROWTH?	-0.139762	0.063750	-2.192365	0.0295
SIZE?	0.028032	0.022500	1.245879	0.2143
DER?	-0.034222	0.012782	-2.677438	0.0080
ROE?	0.445647	0.114834	3.880804	0.0001
R-squared	0.139633	Mean dependent var		0.350499
Adjusted R-squared	0.114077	S.D. dependent var		0.215336
S.E. of regression	0.202682	Akaike info criterion		-0.321441
Sum squared resid	8.298129	Schwarz criterion		-0.209497
Log likelihood	40.59063	Hannan-Quinn criter.		-0.276182
F-statistic	5.463899	Durbin-Watson stat		1.189028
Prob(F-statistic)	0.000029			

Lampiran 4

Fixed Effect Method – CrossSection (FEM)

Dependent Variable: DPR?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 06/20/12 Time: 01:06
 Sample: 2007 2009
 Included observations: 2
 Cross-sections included: 120
 Total pool (unbalanced) observations: 209

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.403087	3.660364	-0.656516	0.5133
BO?	0.050836	0.473258	0.107416	0.9147
TAX?	-1.453268	2.091067	-0.694989	0.4890
GROWTH?	0.030340	0.075814	0.400194	0.6900
SIZE?	0.261983	0.265288	0.987543	0.3262
DER?	-0.019831	0.032433	-0.611450	0.5426
ROE?	-0.100483	0.180365	-0.557111	0.5790
Fixed Effects (Cross)				
_AALI--C	0.259982			
_ACES--C	-0.186434			
_ADHI--C	-0.072397			
_ADRO--C	-0.480176			
_AKRA--C	-0.149172			
_ALMI--C	0.186983			
_AMFG--C	-0.134729			
_ANTM--C	-0.168049			
_APOL--C	-0.297720			
_ARNA--C	-0.088423			
_ASGR--C	0.330880			
_ASII--C	-0.551553			
_AUTO--C	-0.124378			
_BATA--C	0.317210			
_BLTA--C	-0.254233			
_BMTR--C	-0.316193			
_BRAM--C	0.391745			
_BRNA--C	0.269055			
_BUDI--C	-0.021284			
_BUMI--C	-0.404861			
_CLPI--C	0.205440			
_CMNP--C	-0.118393			
_COWL--C	0.053962			
_CPIN--C	-0.056973			
_CTBN--C	0.352964			
_CTRP--C	-0.147227			
_DGIK--C	-0.142067			
_DLTA--C	0.582366			
_DPNS--C	0.157468			

Universitas Indonesia

_DVLA--C	0.166309
_EKAD--C	0.178764
_ELSA--C	0.020601
_EPMT--C	-0.172304
_EXCL--C	-0.015383
_FAST--C	-0.061790
_FASW--C	-0.225887
_FISH--C	-0.068268
_FORU--C	0.120466
_GDYR--C	-0.168774
_GGRM--C	-0.318451
_GJTL--C	-0.376393
_GMTD--C	0.129960
_GPRA--C	-0.229176
_HEXA--C	0.070045
_HMSP--C	0.077897
_IGAR--C	0.057484
_IIKP--C	-0.030905
_IKBI--C	0.137767
_INCO--C	0.007921
_INDF--C	-0.244056
_INDR--C	0.033584
_INDS--C	0.024953
_INDY--C	-0.078465
_INTA--C	0.056144
_INTP--C	-0.348659
_ITMG--C	-0.018772
_JECC--C	0.132244
_JKON--C	-0.003856
_JRPT--C	-0.041039
_JSMR--C	-0.121461
_JTPE--C	0.236224
_KAEF--C	-0.181566
_KLBF--C	-0.286341
_LAMI--C	0.155832
_LCGP--C	0.143604
_LION--C	0.084568
_LMSH--C	0.106518
_LTLS--C	-0.057939
_MAIN--C	0.116118
_MAPI--C	-0.255918
_MASA--C	-0.278088
_MERK--C	0.428490
_MICE--C	0.241872
_MLPL--C	-0.382585
_MNCN--C	-0.229374
_MPPA--C	-0.254870
_MRAT--C	0.007278
_MTDL--C	-0.083833
_MYOR--C	-0.146429
_PANR--C	-0.093044
_PGAS--C	-0.047795

_PJAA--C	0.099600
_PKPK--C	0.115865
_PNSE--C	0.242763
_POOL--C	0.763271
_PTBA--C	-0.001227
_PTRO--C	0.344880
_PUDP--C	0.016098
_RALS--C	0.137480
_RICY--C	-0.138659
_RMBA--C	-0.013184
_RIGS--C	0.140605
_RUIS--C	0.184065
_SCCO--C	-0.057093
_SCMA--C	0.388718
_SGRO--C	-0.148976
_SMAR--C	-0.382201
_SMDR--C	-0.191783
_SMGR--C	-0.030940
_SMRA--C	-0.167331
_SMSM--C	0.572091
_SOBI--C	0.062518
_SONA--C	0.239975
_SUGI--C	0.219319
_TBLA--C	-0.200211
_TCID--C	0.232213
_TGKA--C	0.347070
_TINS--C	0.041462
_TLKM--C	-0.162954
_TOTO--C	0.065375
_TPIA--C	-0.091661
_TRST--C	0.165709
_TSPC--C	-0.009487
_TURI--C	0.042234
_UNIC--C	0.047618
_UNSP--C	-0.291166
_UNTR--C	-0.261271
_UNVR--C	0.563621
_WEHA--C	0.129885
_WIKA--C	-0.156582

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.812186	Mean dependent var	0.350499
Adjusted R-squared	0.529333	S.D. dependent var	0.215336
S.E. of regression	0.147732	Akaike info criterion	-0.704591
Sum squared resid	1.811444	Schwarz criterion	1.310405
Log likelihood	199.6298	Hannan-Quinn criter.	0.110083
F-statistic	2.871406	Durbin-Watson stat	4.644444
Prob(F-statistic)	0.000000		

Universitas Indonesia

Lampiran 5

Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests

Pool: HASIL

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.497635	(119,83)	0.0000
Cross-section Chi-square	318.078289	119	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: DPR?

Method: Panel Least Squares

Date: 06/20/12 Time: 01:06

Sample: 2007 2009

Included observations: 2

Cross-sections included: 120

Total pool (unbalanced) observations: 209

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.152936	0.553292	-0.276410	0.7825
BO?	0.116479	0.238758	0.487855	0.6262
TAX?	0.504222	1.702764	0.296120	0.7674
GROWTH?	-0.139762	0.063750	-2.192365	0.0295
SIZE?	0.028032	0.022500	1.245879	0.2143
DER?	-0.034222	0.012782	-2.677438	0.0080
ROE?	0.445647	0.114834	3.880804	0.0001
R-squared	0.139633	Mean dependent var		0.350499
Adjusted R-squared	0.114077	S.D. dependent var		0.215336
S.E. of regression	0.202682	Akaike info criterion		-0.321441
Sum squared resid	8.298129	Schwarz criterion		-0.209497
Log likelihood	40.59063	Hannan-Quinn criter.		-0.276182
F-statistic	5.463899	Durbin-Watson stat		1.189028
Prob(F-statistic)	0.000029			

Lampiran 6

Random Effect Method – Cross Section (REM)

Dependent Variable: DPR?
 Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 06/20/12 Time: 01:06
 Sample: 2007 2009
 Included observations: 2
 Cross-sections included: 120
 Total pool (unbalanced) observations: 209
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.055273	0.495691	0.111507	0.9113
BO?	0.113700	0.255448	0.445103	0.6567
TAX?	-0.681507	1.345889	-0.506362	0.6132
GROWTH?	-0.069103	0.056069	-1.232457	0.2192
SIZE?	0.039799	0.025362	1.569270	0.1182
DER?	-0.027226	0.013152	-2.070056	0.0397
ROE?	0.296596	0.113831	2.605586	0.0099
Random Effects (Cross)				
_AALI--C	0.187158			
_ACES--C	-0.157959			
_ADHI--C	0.028063			
_ADRO--C	-0.082839			
_AKRA--C	-0.027368			
_ALMI--C	0.090382			
_AMFG--C	-0.072270			
_ANTM--C	-0.018911			
_APOL--C	-0.086563			
_ARNA--C	-0.106261			
_ASGR--C	0.143970			
_ASII--C	-0.141824			
_AUTO--C	-0.049407			
_BATA--C	0.076469			
_BLTA--C	-0.008876			
_BMTR--C	-0.058244			
_BRAM--C	0.232768			
_BRNA--C	0.104891			
_BUDI--C	-0.012498			
_BUMI--C	-0.125660			
_CLPI--C	-0.019513			
_CMNP--C	-0.030752			
_COWL--C	-0.084391			
_CPIN--C	-0.047961			
_CTBN--C	0.129340			
_CTRP--C	-0.015873			
_DGIK--C	-0.078665			
_DLTA--C	0.298279			

Universitas Indonesia

_DPNS--C	-0.033250
_DVLA--C	0.053159
_EKAD--C	-0.046567
_ELSA--C	0.049166
_EPMT--C	-0.099709
_EXCL--C	0.128806
_FAST--C	-0.113057
_FASW--C	-0.083101
_FISH--C	-0.113960
_FORU--C	-0.025533
_GDYR--C	-0.171342
_GGRM--C	-0.039400
_GJTL--C	-0.143865
_GMTD--C	-0.018049
_GPRA--C	-0.125619
_HEXA--C	0.034679
_HMSP--C	0.100110
_IGAR--C	-0.058468
_IIKP--C	-0.026082
_IKBI--C	-0.005223
_INCO--C	0.088370
_INDF--C	0.027405
_INDR--C	0.091410
_INDS--C	-0.056010
_INDY--C	0.051176
_INTA--C	0.010909
_INTP--C	-0.120896
_ITMG--C	0.049194
_JECC--C	0.006324
_JKON--C	-0.024696
_JRPT--C	-0.003946
_JSMR--C	0.068283
_JTPE--C	-0.006590
_KAEF--C	-0.108227
_KLBF--C	-0.124571
_LAMI--C	0.098468
_LCGP--C	-0.031770
_LION--C	-0.074788
_LMSH--C	-0.120418
_LTLS--C	-0.008753
_MAIN--C	-0.030471
_MAPI--C	-0.109976
_MASA--C	-0.126513
_MERK--C	0.084030
_MICE--C	0.033882
_MLPL--C	-0.072411
_MNCN--C	-0.045883
_MPPA--C	-0.043014
_MRAT--C	-0.075368
_MTDL--C	-0.040795
_MYOR--C	-0.050802
_PANR--C	-0.117083

_PGAS--C	0.048871
_PJAA--C	0.042210
_PKPK--C	-0.034119
_PNSE--C	0.026131
_POOL--C	0.321229
_PTBA--C	0.014937
_PTRO--C	0.224333
_PUDP--C	-0.068765
_RALS--C	0.101510
_RICY--C	-0.117100
_RMBA--C	0.043050
_RIGS--C	0.075225
_RUIS--C	0.032038
_SCCO--C	-0.056142
_SCMA--C	0.253780
_SGRO--C	-0.079289
_SMAR--C	-0.145766
_SMDR--C	-0.051200
_SMGR--C	0.048643
_SMRA--C	-0.055102
_SMSM--C	0.295419
_SOBI--C	-0.012542
_SONA--C	0.074000
_SUGI--C	-0.029703
_TBLA--C	-0.108973
_TCID--C	0.068007
_TGKA--C	0.217186
_TINS--C	0.034252
_TLKM--C	0.087735
_TOTO--C	-0.007008
_TPIA--C	-0.072682
_TRST--C	0.126155
_TSPC--C	0.028917
_TURI--C	0.013219
_UNIC--C	0.062289
_UNSP--C	-0.103637
_UNTR--C	-0.049875
_UNVR--C	0.274191
_WEHA--C	-0.049602
_WIKA--C	-0.016474

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.134804	0.4543
Idiosyncratic random	0.147732	0.5457

Weighted Statistics

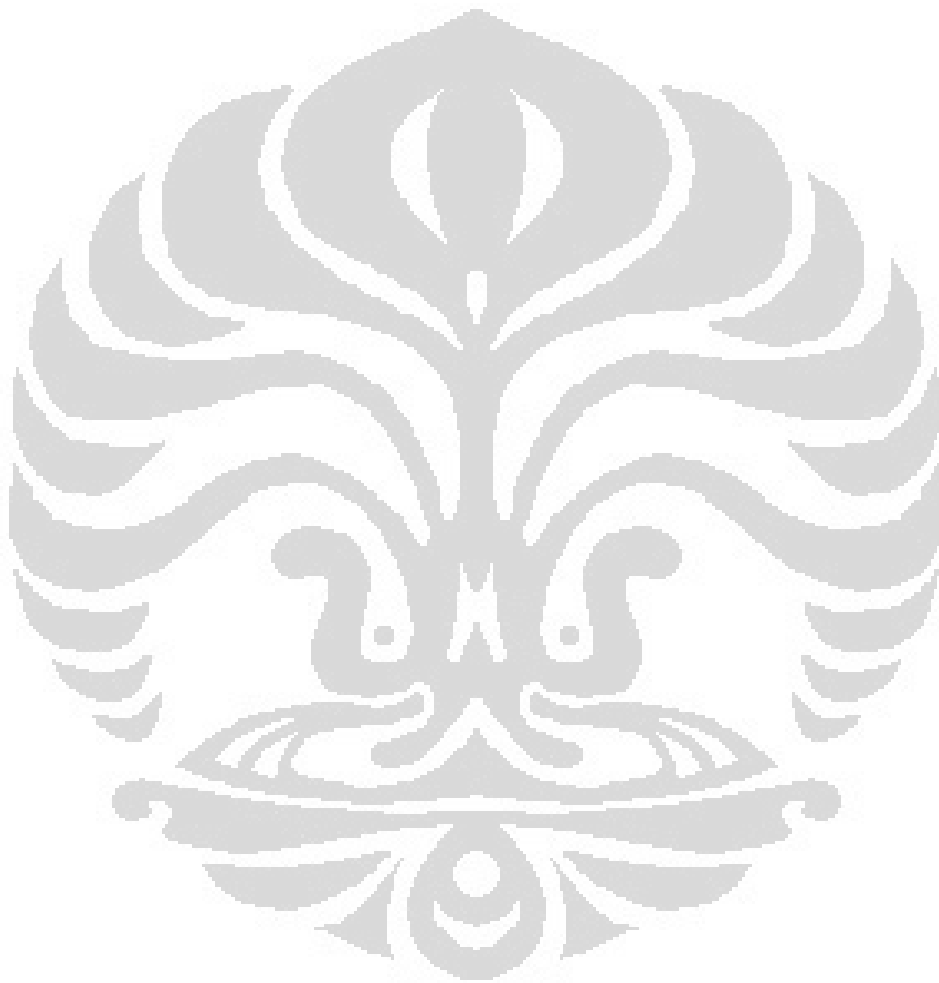
R-squared	0.091758	Mean dependent var	0.221644
Adjusted R-squared	0.064780	S.D. dependent var	0.155878
S.E. of regression	0.149347	Sum squared resid	4.505487

Universitas Indonesia

F-statistic	3.401270	Durbin-Watson stat	2.028381
Prob(F-statistic)	0.003220		

Unweighted Statistics

R-squared	0.127620	Mean dependent var	0.350499
Sum squared resid	8.413989	Durbin-Watson stat	1.086149



Universitas Indonesia

Lampiran 7

Uji Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Pool: HASIL

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.338770	6	0.0548

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
BO?	0.050836	0.113700	0.158720	0.8746
TAX?	-1.453268	-0.681507	2.561145	0.6296
GROWTH?	0.030340	-0.069103	0.002604	0.0513
SIZE?	0.261983	0.039799	0.069734	0.4001
DER?	-0.019831	-0.027226	0.000879	0.8030
ROE?	-0.100483	0.296596	0.019574	0.0045

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DPR?

Method: Panel Least Squares

Date: 06/20/12 Time: 01:07

Sample: 2007 2009

Included observations: 2

Cross-sections included: 120

Total pool (unbalanced) observations: 209

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.403087	3.660364	-0.656516	0.5133
BO?	0.050836	0.473258	0.107416	0.9147
TAX?	-1.453268	2.091067	-0.694989	0.4890
GROWTH?	0.030340	0.075814	0.400194	0.6900
SIZE?	0.261983	0.265288	0.987543	0.3262
DER?	-0.019831	0.032433	-0.611450	0.5426
ROE?	-0.100483	0.180365	-0.557111	0.5790

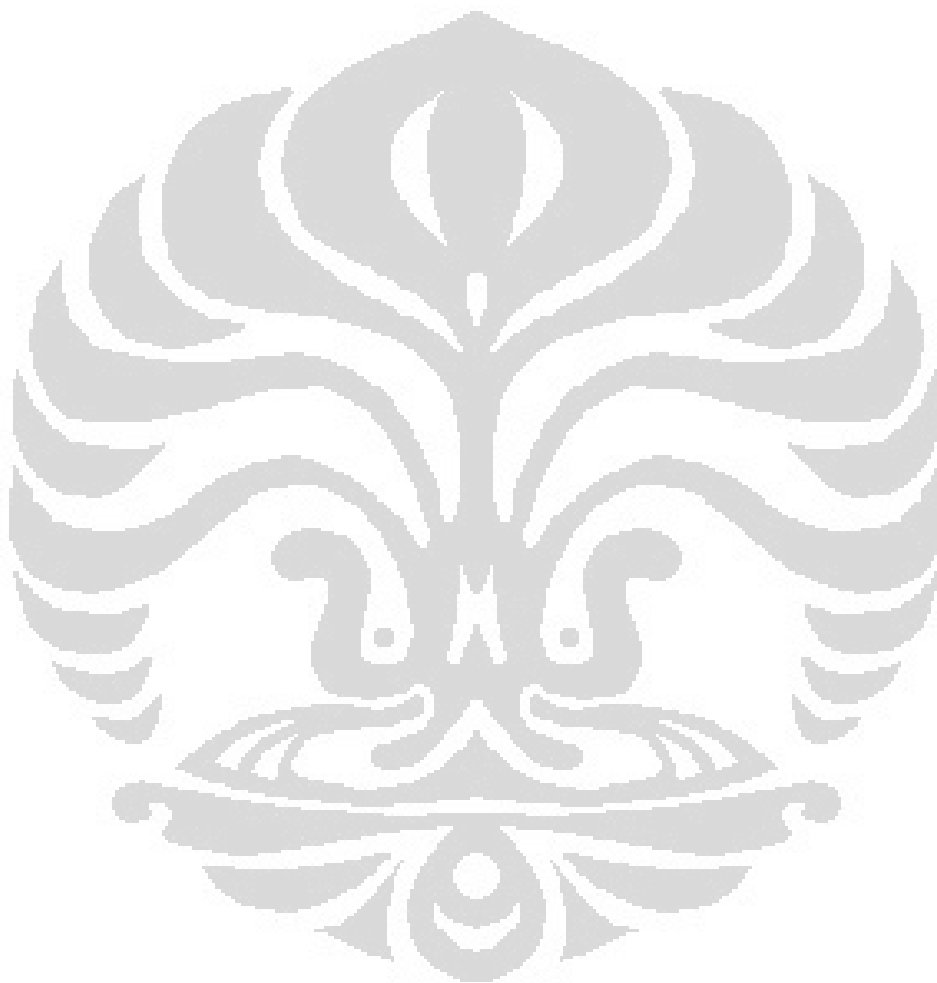
Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.812186	Mean dependent var	0.350499
Adjusted R-squared	0.529333	S.D. dependent var	0.215336

Universitas Indonesia

S.E. of regression	0.147732	Akaike info criterion	-0.704591
Sum squared resid	1.811444	Schwarz criterion	1.310405
Log likelihood	199.6298	Hannan-Quinn criter.	0.110083
F-statistic	2.871406	Durbin-Watson stat	4.644444
Prob(F-statistic)	0.000000		



Universitas Indonesia

Lampiran 8

Random Effect Method – White Cross Section

Dependent Variable: DPR?

Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)

Date: 06/20/12 Time: 01:08

Sample: 2007 2009

Included observations: 2

Cross-sections included: 120

Total pool (unbalanced) observations: 209

Swamy and Arora estimator of component variances

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.055273	0.035584	1.553292	0.1219
BO?	0.113700	0.019936	5.703175	0.0000
TAX?	-0.681507	0.718152	-0.948973	0.3438
GROWTH?	-0.069103	0.063318	-1.091365	0.2764
SIZE?	0.039799	0.020642	1.928107	0.0552
DER?	-0.027226	0.012385	-2.198286	0.0291
ROE?	0.296596	0.031684	9.361082	0.0000
Random Effects (Cross)				
_AALI--C	0.187158			
_ACES--C	-0.157959			
_ADHI--C	0.028063			
_ADRO--C	-0.082839			
_AKRA--C	-0.027368			
_ALMI--C	0.090382			
_AMFG--C	-0.072270			
_ANTM--C	-0.018911			
_APOL--C	-0.086563			
_ARNA--C	-0.106261			
_ASGR--C	0.143970			
_ASII--C	-0.141824			
_AUTO--C	-0.049407			
_BATA--C	0.076469			
_BLTA--C	-0.008876			
_BMTR--C	-0.058244			
_BRAM--C	0.232768			
_BRNA--C	0.104891			
_BUDI--C	-0.012498			
_BUMI--C	-0.125660			
_CLPI--C	-0.019513			
_CMNP--C	-0.030752			
_COWL--C	-0.084391			
_CPIN--C	-0.047961			
_CTBN--C	0.129340			
_CTRP--C	-0.015873			

Universitas Indonesia

_DGIK--C	-0.078665
_DLTA--C	0.298279
_DPNS--C	-0.033250
_DVLA--C	0.053159
_EKAD--C	-0.046567
_ELSA--C	0.049166
_EPMT--C	-0.099709
_EXCL--C	0.128806
_FAST--C	-0.113057
_FASW--C	-0.083101
_FISH--C	-0.113960
_FORU--C	-0.025533
_GDYR--C	-0.171342
_GGRM--C	-0.039400
_GJTL--C	-0.143865
_GMTD--C	-0.018049
_GPRA--C	-0.125619
_HEXA--C	0.034679
_HMSP--C	0.100110
_IGAR--C	-0.058468
_IIKP--C	-0.026082
_IKBI--C	-0.005223
_INCO--C	0.088370
_INDF--C	0.027405
_INDR--C	0.091410
_INDS--C	-0.056010
_INDY--C	0.051176
_INTA--C	0.010909
_INTP--C	-0.120896
_ITMG--C	0.049194
_JECC--C	0.006324
_JKON--C	-0.024696
_JRPT--C	-0.003946
_JSMR--C	0.068283
_JTPE--C	-0.006590
_KAEF--C	-0.108227
_KLBF--C	-0.124571
_LAMI--C	0.098468
_LCGP--C	-0.031770
_LION--C	-0.074788
_LMSH--C	-0.120418
_LTLS--C	-0.008753
_MAIN--C	-0.030471
_MAPI--C	-0.109976
_MASA--C	-0.126513
_MERK--C	0.084030
_MICE--C	0.033882
_MLPL--C	-0.072411
_MNCN--C	-0.045883
_MPPA--C	-0.043014
_MRAT--C	-0.075368
_MTDL--C	-0.040795

_MYOR--C	-0.050802
_PANR--C	-0.117083
_PGAS--C	0.048871
_PJAA--C	0.042210
_PKPK--C	-0.034119
_PNSE--C	0.026131
_POOL--C	0.321229
_PTBA--C	0.014937
_PTRO--C	0.224333
_PUDP--C	-0.068765
_RALS--C	0.101510
_RICY--C	-0.117100
_RMBA--C	0.043050
_RIGS--C	0.075225
_RUIS--C	0.032038
_SCCO--C	-0.056142
_SCMA--C	0.253780
_SGRO--C	-0.079289
_SMAR--C	-0.145766
_SMDR--C	-0.051200
_SMGR--C	0.048643
_SMRA--C	-0.055102
_SMSM--C	0.295419
_SOBI--C	-0.012542
_SONA--C	0.074000
_SUGI--C	-0.029703
_TBLA--C	-0.108973
_TCID--C	0.068007
_TGKA--C	0.217186
_TINS--C	0.034252
_TLKM--C	0.087735
_TOTO--C	-0.007008
_TPIA--C	-0.072682
_TRST--C	0.126155
_TSPC--C	0.028917
_TURI--C	0.013219
_UNIC--C	0.062289
_UNSP--C	-0.103637
_UNTR--C	-0.049875
_UNVR--C	0.274191
_WEHA--C	-0.049602
_WIKA--C	-0.016474

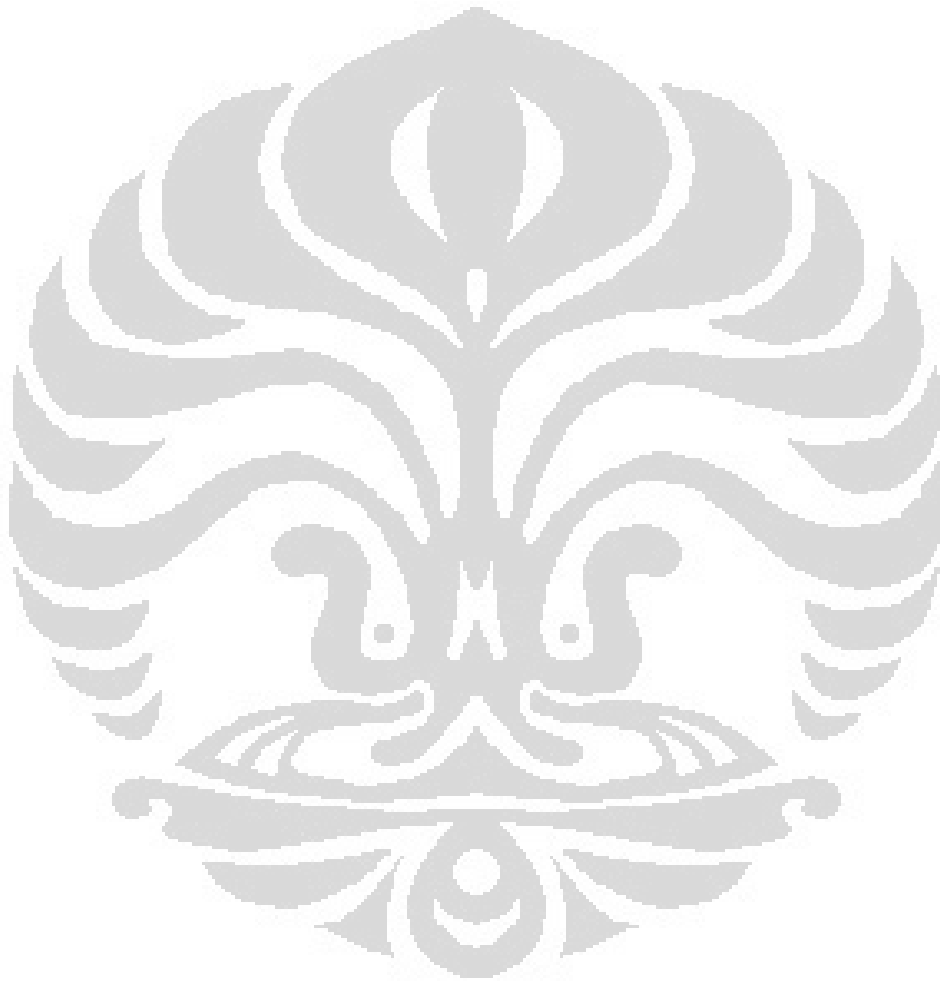
Effects Specification			
		S.D.	Rho
Cross-section random		0.134804	0.4543
Idiosyncratic random		0.147732	0.5457
Weighted Statistics			
R-squared	0.091758	Mean dependent var	0.221644

Universitas Indonesia

Adjusted R-squared	0.064780	S.D. dependent var	0.155878
S.E. of regression	0.149347	Sum squared resid	4.505487
F-statistic	3.401270	Durbin-Watson stat	2.028381
Prob(F-statistic)	0.003220		

Unweighted Statistics

R-squared	0.127620	Mean dependent var	0.350499
Sum squared resid	8.413989	Durbin-Watson stat	1.086149



Universitas Indonesia