

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia
Juli-Desember 2005, Vol. 2, No. 2, pp. 103-123

ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEBIJAKAN UTANG, ROA DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN: STUDI 1995-1996

Kartika Nuringsih

*Kartika Nuringsih adalah staf pengajar Departemen Manajemen
Universitas Tarumanegara, Jakarta*

Abstract

This research examined the influence of managerial ownership, debt policy, ROA and firm size on dividend policy. Actually under dividend policy still have many puzzles. The research model is developed from Chen & Steiner (1999), Moh 'd, Rimbey & Perry (1995), Jensen, Solberg and Zorn (1992), Chrutchley & Hansen (1989), with focusing at 60 samples from manufacturing company. Data are taken from Indonesia Capital Market Directory in 1995-1996. It uses 3 equations, the first is multiple regressions for examining four hypothesis. The results show: managerial ownership is positive and significant to dividend policy, debt policy is negative and significant to dividend policy, ROA is negative and significant to dividend policy, and firm size is positive but is not significant to dividend policy.

The second and third are simple regressions for analyzing two grouped of managerial ownership. The results show that the low rate of managerial ownership and the high rate of managerial ownership are positive relation on dividend policy. The results don't prove the different of linier relation between managerial ownership and dividend policy.

Keywords: *managerial ownership, debt policy, ROA, firm size dividend policy and multiple regressions*

**PERPUSTAKAAN PUSAT
UNIVERSITAS INDONESIA**

I. PENDAHULUAN

Manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi stratejik yang berkaitan dengan pengelolaan keuangan. Pengelolaan ini ditujukan agar perusahaan mampu menghasilkan keuntungan untuk meningkatkan *value of the firm* dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Pengelolaan kinerja diserahkan kepada manajer keuangan sehingga manajer keuangan berusaha mengelola aset finansial perusahaan dengan menitikberatkan pada tiga keputusan, yaitu: keputusan financial (*financial decision*), keputusan investasi (*investment decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Manajer keuangan berusaha mewujudkan kedua tujuan perusahaan dengan menggunakan ketiga keputusan tersebut.

Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston 2001). Keputusan ini merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, khususnya pemegang saham yang berinvestasi dalam jangka panjang dan bukan pemegang saham yang berorientasi pada *capital gain*. Berkaitan dengan tujuan tersebut, perusahaan berusaha meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun agar kesejahteraan pemegang saham juga mengalami peningkatan. Tetapi dalam praktiknya sering terjadi hambatan seperti terjadinya penurunan profitabilitas, keharusan membayar bunga, atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable* menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen. Logika ini disebabkan keuntungan akan dialokasikan pada laba ditahan sebagai sumber dana internal. Kondisi ini menyebabkan harapan pemegang saham terhadap dividen tinggi menjadi pudar. Meskipun demikian, pihak manajemen berusaha menghindari terjadi pemotongan dividen (*dividend cut*) atau paling tidak membayar dividen secara tetap atau dikenal sebagai *dividend sticky*. (Donalson 1961 dikutip dalam Brigham, Gapensky dan Dave 1999)

Isu *dividend cut* memberikan pertanda buruk terhadap kinerja perusahaan. Informasi ini akan ditindaklanjuti oleh pihak eksternal sebagai dampak dari kegagalan perusahaan yang pada akhirnya berdampak buruk terhadap *performance* harga saham. Bila dikaji dari sisi internal, keputusan *dividend cut* belum tentu dilatarbelakangi oleh penurunan kinerja finansial. Jika perusahaan mendapat kesempatan investasi yang menarik, maka tidak salah bila investasi tersebut didanai dari sumber dana internal daripada utang. Konsekuensi dari keputusan ini mengorbankan kepentingan pemegang saham karena gagal menerima *return* dalam bentuk dividen. Berdasarkan penilaian yang berbeda ini, dalam menetapkan dividen, perusahaan sebaiknya mempertimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan perusahaan dimasa mendatang sehingga bermuara pada maksimalisasi harga saham.

Bila dievaluasi secara mendasar berapakah besarnya proporsi dividen yang

menguntungkan bagi pemegang saham dan juga bagi perusahaan masih merupakan misteri. Profesor Black (1976) mengatakan bahwa banyak *puzzle* dibalik kebijakan dividen. Hal ini disebabkan ada tiga teori yang berlawanan tentang dividen. Menurut Modigliani & Miller dikutip dalam Brigham & Houston (2001), yang dikenal dengan *dividend irrelevant theory* menyatakan bahwa besar/kecilnya dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan tetapi yang berpengaruh justru *basic earning power* dan *business risk*. Menurut Gordon dikutip dalam Brigham & Houston (2001), dalam *the bird in the hand theory*, tingkat ketidakpastian yang tinggi pemegang saham menginginkan dividen tinggi daripada *capital gain*. Bila perusahaan menerapkan sepenuhnya, konsep ini memiliki sumber dana internal yang relatif rendah karena sebagian besar profit terserap untuk mensejahterakan pemegang saham. Dampak selanjutnya justru membengkakkan rasio utang. Sebaliknya, Litzenberger & Ramaswamy dikutip dalam Brigham & Houston (2001), berpendapat dalam *the tax preference theory* bahwa investor memilih dividen rendah karena pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak *capital gain*. Berdasarkan teori ini pemegang saham memilih dividen rendah untuk menghemat pembayaran pajak. Bila perusahaan menerapkan konsep ini, maka perusahaan menguntungkan karena memiliki sumber dana internal yang besar sehingga dapat menunda menggunakan utang atau emisi saham baru. Ketiga teori tersebut dikembangkan dari latar belakang penelitian yang berbeda dan memiliki *trade off* antara *risk* dan *return*.

Berdasarkan ketiga teori tersebut preferensi pemegang saham dikelompokkan pada dua kontinum yang berbeda, yaitu pemegang saham yang menyukai dividen besar dan yang menyukai dividen kecil. Perusahaan menetapkan dividen rendah karena sebagian besar profit dialokasikan sebagai *retained earning* sehingga berpeluang memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah daripada alternatif sumber dana lain. Berdasarkan alasan ini maka banyak perusahaan lebih menetapkan dividen rendah agar menikmati sumber dana internal yang cukup bagi ekspansi. Namun keputusan ini bukan tanpa risiko, pihak luar akan menyikapi sebagai *performance* dan *profitability* yang buruk sehingga berdampak juga pada *performance* harga saham.

Sebaliknya, bila perusahaan menetapkan dividen tinggi, hal ini belum tentu menggambarkan kondisi kinerja dan profitabilitas yang bagus tentang perusahaan. Pihak manajemen dapat melakukan manipulasi penilaian pihak eksternal agar terlihat *profitable*. Pembayaran dividen yang besar dapat didanai dari utang walupun secara teoritis tindakan ini tidak tepat. Seharusnya, dividen dibayarkan berdasarkan laba bersih yang sudah dipotong pembayaran bunga, pajak, dan dividen saham preferen. Walaupun demikian keputusan ini dapat ditindaklanjuti pihak eksternal sebagai informasi yang bagus sehingga berdampak pada peningkatan harga saham.

Menurut Easterbrook (1984), 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 utang atau emisi saham baru. Pada kenyataannya, manajer juga terlibat dalam kepemilikan saham sehingga terkadang menginginkan return dalam bentuk dividen. Apabila perilaku manajer menyukai dividen rendah, maka perusahaan akan memiliki laba ditahan yang relatif tinggi. Namun apabila menyukai dividen besar, maka perilaku manajer mengarah pada *bird in the hand theory*, sebagai dampaknya perusahaan memiliki sumber dana internal relatif rendah. Pada situasi ini jika perusahaan melakukan ekspansi akan didanai dari sumber eksternal yang relatif mahal, misalnya menggunakan utang. Peningkatan penggunaan utang akan meningkatkan rasio utang yang mengakibatkan risiko kebangkrutan dan *financial distress*. Keputusan ini justru menimbulkan konflik baru antara pemegang saham, manajer, dan kreditor. Perusahaan harus hati-hati dalam menetapkan kebijakan dividen karena masing-masing alternatif keputusan memiliki risiko dan akan ditindaklanjuti oleh pihak eksternal.

Penelitian ini mengembangkan empat variabel independen yang mempengaruhi kebijakan dividen. Pemilihan keempat variabel utama tersebut berdasarkan penelitian Chen & Steiner (1999); Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dan Schooley & Berney (1994). Penelitian Schooley & Berney (1994) mengungkapkan hubungan antara *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa pada tingkat *managerial ownership* yang tinggi manajer mengalokasikan pada laba ditahan daripada membayar dividen. Dengan tindakan ini perusahaan memiliki sumber dana internal yang tinggi. Alasan utama karena sumber dana internal lebih hemat dibandingkan sumber dana eksternal. Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Moh'd, Rimbey & Perry (1995) menemukan bahwa pengaruh negatif atau efek substitusi antara utang dan dividen. Pada penggunaan utang yang tinggi perusahaan cenderung menghemat dividen sehingga dipergunakan untuk pelunasan utang. Dengan cara ini dapat menghindari transfer kekayaan dari *debtholder* kepada *stockholder*.

Variabel ROA sebagai proksi profitabilitas juga dipergunakan sebagai variabel independen untuk mengetahui pengaruh profitabilitas yang digunakan oleh perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Penelitian Jensen, Solberg, dan Zorn (1992), menemukan bahwa pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan cenderung menahan dividen agar memiliki sumber dana internal yang tinggi. Dengan cara ini perusahaan dapat menunda penggunaan utang yang relatif lebih berisiko daripada sumber dana internal. Variabel terakhir penelitian ini adalah variabel ukuran perusahaan (*firm size*), yang mana perusahaan besar cenderung membagi dividen yang besar daripada perusahaan kecil. (Chang & Ree; 1990). Logika ini dapat diterima karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal sehingga untuk menjaga reputasi, mereka akan membagikan dividen dalam jumlah besar. Berdasarkan pemahaman tersebut penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan manajerial, utang, ROA dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992); Moh'd, Rimbey & Perry (1995); Schooley & Berney (1994) dan Chen & Steiner (1999), rumusan masalah adalah:

- 1) Apakah terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen?
- 2) Apakah terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen?
- 3) Apakah terdapat pengaruh negatif antara ROA dengan kebijakan dividen?
- 4) Apakah terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen?

II. LANDASAN TEORI, PENGEMBANGAN HIPOTESIS DAN MODEL PENELITIAN

A. PEMAHAMAN VARIABEL KEBIJAKAN DIVIDEN (*DIVIDEND POLICY*)

Pemahaman kebijakan dividen berawal dari pendapat Lintner (1956) yang dikutip dalam Benarzi, Michaely & Thaler (1997), yang menyatakan bahwa perusahaan meningkatkan pembayaran dividen apabila 'yakini' bahwa manajemen mampu menghasilkan keuntungan (*earning*) yang meningkat secara permanen dimasa mendatang. Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai *return* atas keterlibatan mereka sebagai *supply capital*. Banyak faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen sehingga dalam penelitian ini akan memfokuskan pada faktor-faktor yang mempengaruhi dividen. Proksi dividen pada penelitian ini menggunakan *Dividen Per Share* dibagi dengan *Earning Per Share*.

Banyak penelitian sebelumnya mengenai dividen, penelitian Chang & Ree (1990), menggunakan lima variabel independen untuk menguji pengaruhnya terhadap kebijakan dividen dan utang. Dengan memfokuskan pada kebijakan dividen, hasil penelitian menunjukkan bahwa: variabel *growth* berpengaruh positif terhadap dividen, *earning variability* berpengaruh negatif terhadap dividen, *size* berpengaruh positif terhadap dividen, *non debt tax shield* berpengaruh positif terhadap dividen, dan *profitability* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Chritchley & Hansen (1989) menggunakan lima variabel independen yaitu: *earning volatility*, *adm and R & D expense*, *diversification loss*, *firm size* dan *standart deviation return*. Hasil menunjukkan bahwa: *diversification loss* berpengaruh negatif terhadap dividen, *earning volatility* berpengaruh positif terhadap dividen, *adm and R & D expense* berpengaruh negatif terhadap dividen, *firm size* berpengaruh positif terhadap dividen, dan *standard deviation return* berpengaruh negatif terhadap dividen. Berdasarkan artikel yang terpilih, maka disimpulkan ada banyak faktor mempengaruhi kebijakan dividen. Namun penelitian ini memfokuskan pada empat variabel independen

utama untuk menganalisis pengaruh keempat variabel independen tersebut terhadap kebijakan dividen di Indonesia dan apakah sejalan dengan teori atau terjadi anomali.

B. VARIABEL KEPEMILIKAN MANAJERIAL (MANAGERIAL OWNERSHIP)

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkatan yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi. Proksi managerial ownership menggunakan persentase kepemilikan manajer & direktur terhadap total common stock outstanding. (Chen dan Steiner 1999)

Penelitian Chen & Steiner (1999), meneliti pengaruh *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen tetapi dalam konteks keagenan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Jika *managerial ownership* tinggi, kekayaan manajer menjadi tidak terdiversifikasi optimal sehingga menurunkan pembayaran dividen sebagai cara mendongkrak sumber dana internal. Dengan cara ini pendanaan dengan sumber dana internal dapat menunda penggunaan utang. Bila perusahaan menggunakan utang yang tinggi, maka akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan sehingga bila kondisi tersebut terjadi manajer terancam dikeluarkan dari perusahaan. Berdasarkan logika ini, maka semakin besar *managerial ownership*, dividen akan semakin kecil. Pengaruh negatif ini juga dibuktikan oleh Solberg dan Zorn (1992); Moh'd, Rimbey & Perry (1995) dan Roseff (1982).

Pada tingkat *managerial ownership* rendah perusahaan melakukan pembayaran dividen besar. Alasan pertama adalah jika perusahaan membayar dividen yang tinggi akan memberi sinyal yang bagus tentang *earning* atau *performance* di masa mendatang. Kondisi ini meningkatkan reputasi perusahaan di mata investor sehingga mudah melakukan emisi saham baru. Jika perusahaan menambah saham baru, manajer selaku pemegang saham lama mendapat *pre-emptive right* sehingga berpeluang meningkatkan kepemilikan sahamnya. Tetapi pada sisi lain pembayaran dividen tinggi menyebabkan perusahaan memiliki laba ditahan kecil. Apabila perusahaan melakukan ekspansi akan menggunakan sumber dana eksternal yang cenderung mahal. Manajer dengan kepemilikan saham yang rendah berarti dapat melakukan diversifikasi pada kesempatan investasi lain. Risiko manajer karena keterbatasan sumber dana internal dapat digantikan oleh *return* yang didapatkan dari diversifikasi kekayaan secara optimal. Penelitian Schooley & Berney (1994), menemukan bahwa *managerial ownership* membentuk efek substitusi atau hubungan negatif terhadap kebijakan dividen. Setelah dianalisis lebih lanjut ternyata pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen membentuk pola *non-monotonic* atau membentuk

hubungan *parabolic*. Pada tingkat awal, peningkatan *managerial ownership* berpengaruh pada penurunan dividen. Namun pola ini hanya sampai pada tingkatan tertentu. Setelah itu bila dilakukan peningkatan *managerial ownership* justru diikuti dengan peningkatan dividen. Hal ini dikarenakan semakin terlibat dalam kepemilikan manajerial, aset yang dimiliki manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga preferensi manajer berubah dari *tax preference theory* ke *the bird in the hand theory*. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen membentuk pola *non-linier* bukannya *linier* seperti yang dikembangkan oleh Chen & Steiner (1999) ataupun Moh'd, Rimbey & Perry (1995). Penelitian ini membangun hipotesis berdasarkan Chen & Steiner (1999) dan Moh'd, Rimbey & Perry (1995), tidak menghipotesiskan bentuk *parabolic*. Berdasarkan artikel terpilih maka hipotesis pertama (H1):

H1: Terdapat pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen.

C. VARIABEL KEBIJAKAN UTANG (*DEBT POLICY*)

Variabel utang dipilih sebagai variabel independen kedua karena bila mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan utang. Namun bila penggunaan utang terlalu besar dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan. Berdasarkan dampak ini bila perusahaan memiliki utang yang tinggi, hal tersebut akan mengurangi pembayaran dividen untuk menghindari transfer kekayaan dari kreditor kepada pemegang saham. Dalam hal ini kepentingan kreditor tetap diperhatikan karena keuntungan disimpan untuk pelunasan utang.

Penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), menemukan mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Selanjutnya ditegaskan bahwa penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan dividen memberi kesempatan untuk emisi saham baru sebagai substitusi atau pengganti atas penggunaan utang. Proksi kebijakan utang menggunakan *Debt to Asset Ratio* (DAR) yaitu: total utang dibagi dengan total aset. Berdasarkan logika ini maka hipotesis kedua (H2):

H2: Terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen.

D. VARIABEL PROFITABILITAS (ROA)

Profitabilitas merupakan variabel independen ketiga yang menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan *profit*. Pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan meng-

alokasikan dividen yang rendah (Jensen, Solberg dan Zorn 1992). Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan sebagai sumber dana internal. Pada ROA tinggi dibayarkan dividen rendah karena keuntungan digunakan untuk meningkatkan laba ditahan. Dengan cara ini sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan utang atau emisi saham baru. Sebaliknya bila ROA rendah maka dibayarkan dividen yang tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan profit sehingga untuk menjaga reputasi dimata investor, perusahaan akan membagikan dividen besar.

Pada kondisi tertentu profitabilitas berpengaruh positif terhadap dividen. Hal ini terjadi bila perusahaan 'yakin' memiliki kepastian bahwa *earning* dimasa mendatang terprediksi secara jelas. (Lintner 1956) berdasarkan dua logika yang berbeda menunjukkan bahwa profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan kebijakan dividen. Proksi profitabilitas menggunakan ROA yaitu: *Earning After Tax* dibagi *Total Asset*. Berdasarkan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), hipotesis ketiga (H3):

H3: Terdapat pengaruh negatif antara ROA terhadap kebijakan dividen

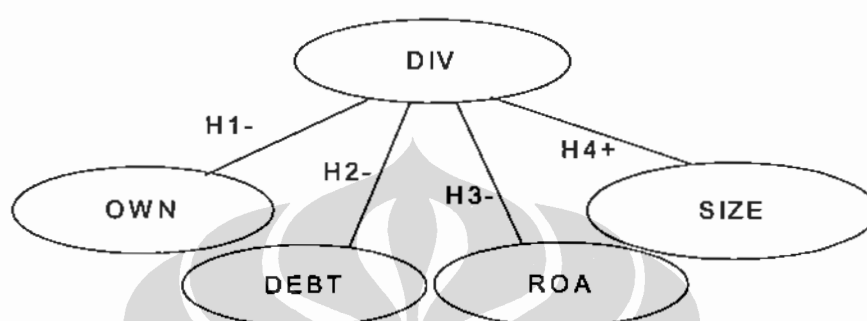
E. VARIABEL UKURAN PERUSAHAAN (FIRM SIZE)

Ukuran perusahaan (*firm size*) digunakan sebagai variabel independen terakhir yang mempengaruhi dividen. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. (Chang dan Reel 1990) tujuan pembayaran dividen besar ini untuk menjaga reputasi perusahaan dimata investor potensial maupun aktual. Sebaliknya pada perusahaan memiliki aset rendah akan membagi dividen yang rendah. Logika ini dikarenakan profit dialokasikan pada laba ditahan yang digunakan untuk menambah aset. Berdasarkan alasan ini perusahaan cenderung membayar dividen yang rendah. Proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* (Chrutchley dan Hansen 1989) atau *natural log market capitalization*. (Chen dan Steiner 1999) Penelitian ini menggunakan proksi size dari *natural log* dari total aset. Berdasarkan Chrutchley & Hansen (1989), maka hipotesis keempat (H4):

H4: Terdapat pengaruh positif antara size terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan penjelasan mengenai pengaruh antar variabel independen seperti: *manajerial ownership* (OWN), utang (DEBT), profitabilitas (ROA) dan ukuran perusahaan (SIZE) terhadap variabel dependen kebijakan dividen (DIV) maka model penelitian terangkum dalam gambar 1.

Gambar 1: Model Penelitian



III. METODOLOGI PENELITIAN

A. DATA PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonesia Capital Market Directory* tahun 1995-1996. Pengamatan dilakukan selama dua tahun sebelum krisis. Teknik pengumpulan data menggunakan *purposive sampling method* (Cooper dan Schindler 2001) dengan mencari sampel yang memiliki kriteria sebagai berikut: 1). Memiliki informasi *managerial ownership*, 2). Memiliki informasi tentang utang, 3). Memiliki informasi ROA, 4). Memiliki informasi total aset, 5). Memiliki informasi dividen. Perusahaan yang tidak memiliki informasi tersebut tidak diambil sebagai sampel penelitian.

Selanjutnya untuk mengatasi keterbatasan data, penelitian menggunakan *pooled data*. (Cooper dan Schindler 2001) keterbatasan data terjadi karena tidak banyak perusahaan di Indonesia mengeluarkan kebijakan *managerial ownership* dan tidak banyak perusahaan membayar dividen. Teknik *pooled data* dilakukan dengan menjumlahkan seluruh perusahaan manufaktur yang sesuai kriteria selama 2 tahun pengamatan. Dari hasil *pooled data* didapatkan 60 sampel.

B. METODE PENGOLAHAN & ANALISIS DATA

Pengolahan data menggunakan metode regresi linier berganda untuk menganalisis pengaruh variabel independen (OWN, DEBT, ROA dan SIZE) terhadap variabel dependen kebijakan dividen (DIV). Pengolahan data selanjutnya menggunakan *software SPSS 11*. Sebelum melakukan interpretasi hasil akhir penelitian ini melakukan pengujian asumsi klasik yang meliputi multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. (Gujarati 1995)

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji adanya korelasi yang tinggi antara variabel-variabel independen pada model regresi yang baik tidak ditemukan korelasi yang tinggi antara variabel-variabel independen. Untuk mendeteksi multikolinearitas digunakan *output* dari matrik *pearson correlation*, nilai *tolerance* atau *variance inflation factors* (VIF). Apabila matrik *pearson correlation* diatas 0.90, nilai *tolerance* kurang dari 10% dan nilai VIF diatas 10 maka diperkirakan terjadi multikolinearitas. (Gujarati 1995; Ghozali 2001)

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji adanya korelasi yang tinggi antara kesalahan pengganggu pada periode pengamatan dengan kesalahan pada periode sebelumnya. Model regresi yang baik harus terhindar dari autokorelasi. Cara mendeteksi dengan menggunakan *output* Durbin-Watson (DW), dengan kriteria: 1). Bila nilai DW antara du dan (4-du) berarti tidak terjadi autokorelasi. 2). Bila DW < dl berarti terjadi autokorelasi positif. 3). Bila DW > (4-dl) berarti terjadi autokorelasi negatif. 4). Bila DW antara (4-du) dan (4-dl) berarti hasil tidak dapat disimpulkan. Besarnya nilai *upper bound* (du) dan *lower bound* (dl) dilihat pada tabel Durbin-Watson. (Gujarati 1995 ; Ghozali 2001)

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji adanya ketidaksamaan *variance* dari residual pengamatan satu ke pengamatan lain. Jika *variance residual* antar pengamatan bersifat tetap, berarti terjadi homoskedastisitas sehingga model regresi dinyatakan baik. Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dapat digunakan *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikat (*ZPRED*) dengan residualnya (*SRESID*). Bila pada *scatterplot* tersebut tidak membentuk pola-pola tertentu yang beraturan atau titik-titik menyebar secara merata, maka diperkirakan tidak terjadi heteroskedastisitas. (Gujarati 1995 ; Ghozali 2001)

C. PERUMUSAN PERSAMAAN PENELITIAN

Penelitian ini mengembangkan tiga persamaan tentang kebijakan dividen. Persamaan pertama merupakan persamaan *multiple* regresi dengan menggunakan semua data dan semua variabel independen untuk menguji keempat hipotesis. Persamaan kedua berupa persamaan regresi sederhana yang mengelompokkan *managerial ownership* (OWN) rendah terhadap kebijakan dividen. Persamaan ketiga berupa persamaan regresi sederhana yang mengelompokkan *managerial ownership* (OWN) tinggi terhadap kebijakan dividen. Ketiga persamaan tersebut adalah:

$$\text{DIV} = b_0 + b_1 \text{OWN} + b_2 \text{DEBT} + b_3 \text{ROA} + b_4 \text{SIZE} \quad (\text{pers. 1})$$

$$\text{DIV} = b_0 + b_1 \text{OWN} \quad (\text{pers. 2})$$

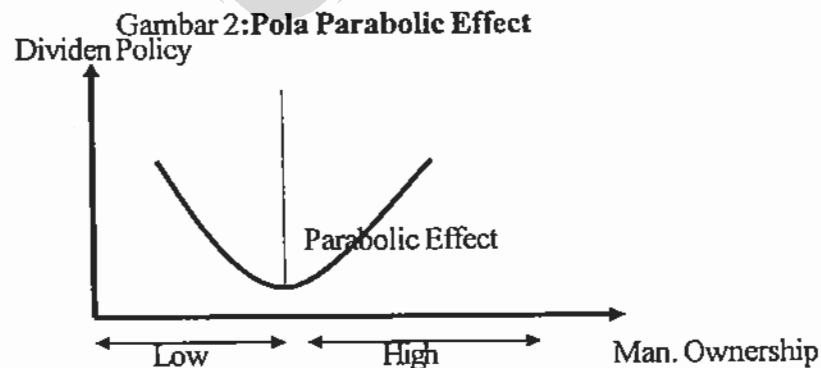
$$\text{DIV} = b_0 + b_1 \text{OWN} \quad (\text{pers. 3})$$

Keterangan:

- DIV = Kebijakan dividen
 Formula: *dividen per share / earning per share*
- OWN = Kepemilikan manajerial
 Formula: *jumlah saham direksi&manajer / jumlah saham beredar*
- DEBT = Kebijakan utang
 Formula: *total utang / total aset*
- ROA = Profitabilitas
 Formula: *Laba bersih / total aset*
- SIZE = Ukuran perusahaan
 Formula: *Natural log dari total aset*

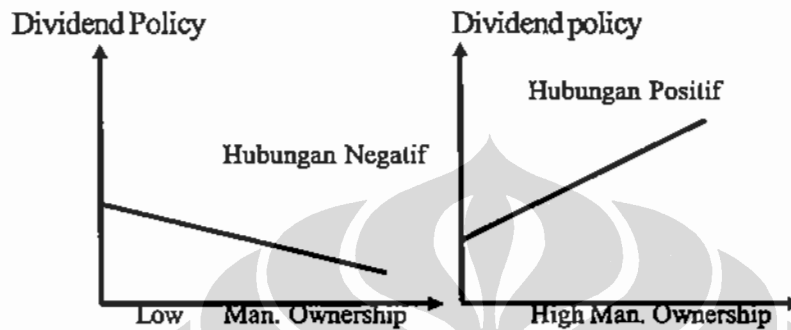
Dalam pengolahan selanjutnya dilakukan dua pengelompokan data, yaitu data tingkat *managerial ownership* $> \pm 5\%$ dan data tingkat *managerial ownership* $< \pm 5\%$. Penggunaan *cut off* $\pm 5\%$ berdasarkan pembatasan kepemilikan saham di USA sebesar 5%. (Husnan 2000) tujuan pengelompokan ini untuk mengetahui perbedaan hubungan antara *managerial ownership* rendah dan *managerial ownership* tinggi terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya, pada kedua kelompok data tersebut dilakukan pengolahan dengan regresi sederhana antara *managerial ownership* sebagai variabel independen dengan kebijakan dividen sebagai variabel dependen.

Penelitian ini memprediksi adanya hubungan dua arah yang berbeda antara tingkat *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Tingkat *managerial ownership* yang rendah memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen, sebaliknya tingkat *managerial ownership* yang tinggi memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen. Prediksi ini mengacu dari Schooly & Berney (1994), tetapi fokus dalam penelitian ini menganalisis hubungan tersebut secara linier dan tidak dihipotesiskan. Bentuk hubungan Schooly & Berney (1994) dapat dilihat pada gambar 2. Peneliti hanya ingin mengetahui dua pola hubungan yang berbeda antara *managerial ownership* rendah ($Own < \pm 5\%$) dan *managerial ownership* tinggi ($Own > \pm 5\%$) terhadap kebijakan dividen. Untuk lebih jelasnya arah hubungan ini dapat dilihat ilustrasi pada gambar 3.



Sumber: Adaptasi dari Schooly & Berney (1994)

Gambar 3: Pola Hubungan Managerial Ownership dan Kebijakan Dividen



Sumber: diolah peneliti

IV. HASIL PENELITIAN

A. STATISTIK DESKRIPTIF

Berdasarkan tabel 1 diketahui hasil statistik deskriptif dari kelima variabel penelitian. Dari 60 sampel diketahui bahwa variabel dividen (DIV) memiliki rata-rata 35.93% dengan standar deviasi 11.50%, hal ini menunjukkan bahwa rata-rata sampel membagikan dividen pada tingkatan yang tidak terlalu rendah. *Managerial ownership* (OWN) memiliki nilai rata-rata 12.13% dengan standar deviasi 11.48%, hal ini menunjukkan rata-rata sampel dalam sampel memiliki kepemilikan manajerial yang relatif besar. Kebijakan utang (DEBT) memiliki nilai rata-rata sebesar 52.32% dengan standar deviasi sebesar 2.93%, hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki utang relatif besar dari seluruh struktur modalnya. Variabel profitabilitas (ROA) memiliki rata-rata 9.08% dengan standar deviasi 5.11%, hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki profitabilitas yang rendah. Variabel ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai rata-rata 12.66 dengan standart deviasi 1.19%, hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki aset yang relatif besar.

Tabel 1: Statistik Deskriptif

Variabel	Jumlah	Rata-Rata	Std
Div	60	35,9328	11,5038
Own	60	12,1333	11,4875
Debt	60	0,5232	0,1293
ROA	60	0,0908	0,0511
Size	60	12,6563	1,1994

B. PENGUJIAN ASUMSI KLASIK

Berdasarkan tabel 2 diketahui matrik *pearson correlation*, untuk mengetahui apakah terjadi multikolinearitas atau korelasi yang tinggi antara variabel. Menurut Gujarati (1995) terjadi multikolinearitas bila nilai matrik *pearson correlation* lebih tinggi dari 90%. Berdasarkan tabel 2 diketahui tingkat korelasi tidak ada yang melebihi 90% sehingga tidak terjadi multikolinearitas. Selanjutnya, untuk mendeteksi lebih lanjut dapat dipahami dari tabel 3. Dengan memahami tingkat *tolerance* dan *Variance Inflation Factor (VIF)*, menunjukkan tidak terdapat nilai *tolerance* dibawah 10% dan tidak ada nilai VIF diatas 10. Berdasarkan hasil ini maka model regresi ini dinyatakan tidak terjadi multikolinearitas.

Tabel 2: Matrik Korelasi Antar Variabel

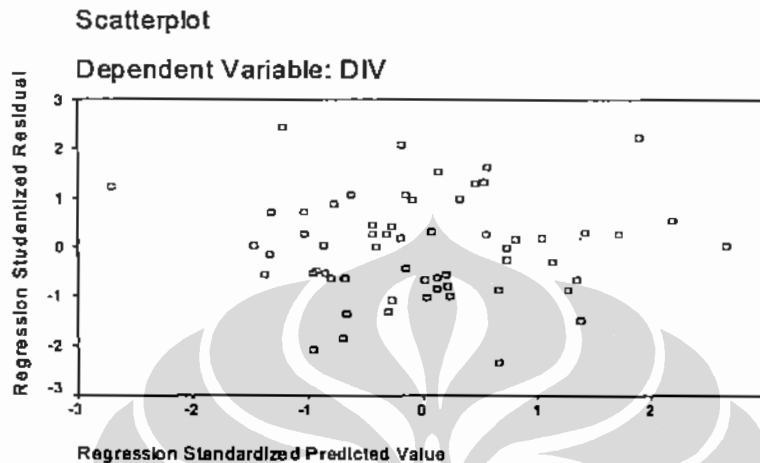
Variabel	D IV	O wn	D ebt	R O A	S ize
D iv	1				
O wn	0.438	1			
D ebt	-0.406	-0.346	1		
R O A	-0.233	0.04	-0.127	1	
S ize	-0.032	-0.306	0.137	-0.01	1

Tabel 3: Hasil Collinearity Statistics & Durbin-Watson

Variabel	Tolerance	VIF
O wn	0,812	1,232
D ebt	0,866	1,154
R O A	0,984	1,016
S ize	0,905	1,105
DW = 1.816		

Berdasarkan tabel 3 diketahui nilai DW 1.816, Hasil ini menunjukkan tidak terjadi autokorelasi. Dengan menggunakan tabel Durbin Watson pada jumlah sampel 60 dan jumlah *regresor* 4, diketahui besarnya nilai *lower bound (dl)* sebesar 1.44 dan nilai *upper bound (du)* sebesar 1.73. Berdasarkan kriteria diketahui bahwa terbebas dari autokorelasi apabila $du < DW < (4-du)$. Hasil penelitian menunjukkan nilai DW berada antara du dan $(4-du)$ atau $1.73 < 1.816 < 2.27$, sehingga dinyatakan terbebas dari autokorelasi. Untuk mengetahui terjadi heteroskedastisitas dapat diketahui dari gambar 4. Dari hasil *scatterplot* diketahui titik-titik menyebar secara acak atau tidak membentuk pola tertentu seperti gelombang atau pola lainnya. Berdasarkan *scatterplot* ini maka dinyatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Berdasarkan pengujian asumsi klasik maka dinyatakan model regresi terbebas dari multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas.

Gambar 4: Scatterplot Heteroskedastisitas



C. PENGUJIAN HASIL REGRESI

Berdasarkan tabel 4 diketahui hasil regresi antara keempat variabel independen yaitu: OWN, DEBT, ROA dan SIZE terhadap variabel kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa: variabel *managerial ownership* (OWN) berpengaruh positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan hipotesis pertama (H1), yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen, ditolak. Kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan hipotesis kedua (H2), yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen, diterima.

Variabel ROA berpengaruh negatif dan signifikan pada tingkat 5% terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan hipotesis ketiga (H3), yang menyatakan terdapat pengaruh negatif antara ROA dengan kebijakan dividen, diterima. Ukuran perusahaan (*SIZE*) berpengaruh positif tapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan hipotesis keempat (H4), yang menyatakan terdapat pengaruh positif antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen, ditolak. Persamaan 1:

$$\text{Div} = 37.462 + 0.374 \text{ Own} - 29.388 \text{ Debt} - 65.017 \text{ ROA} + 1.202 \text{ Size.}$$

Selanjutnya diketahui bahwa nilai R^2 adj sebesar 31.50% menunjukkan bahwa sebesar 31.50% kebijakan dividen dipengaruhi variabel OWN, DEBT, ROA, dan SIZE. Sedangkan sisanya 68.50% dipengaruhi oleh variabel lain. Nilai F test sebesar 7.777 significant pada tingkat 1%, menunjukkan bahwa secara bersama-sama variabel OWN, DEBT, ROA dan SIZE berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Tabel 4: Hasil Regresi Kebijakan Dividen

Variabel	Koefisien	Nilai t
Constant	37.462	2.417 **
Own	0.374	3.125 *
Debt	-29.388	-2.853 *
ROA	-65.017	-2.658 **
Size	1.202	1.106
$R^2 = 36.10\%$	$R^2 \text{ adj} = 31.50\%$	F Stat = 7.777 *

Keterangan:

* significant 1%

** significant 5%

*** significant 10%

D. PENGOLAHAN PENGELOMPOKAN MANAGERIAL OWNERSHIP

Dari tabel 5 diketahui statistik diskriptif regresi sederhana antara tingkat *managerial ownership* (OWN) rendah dan *managerial ownership* (OWN) tinggi terhadap kebijakan dividen. Data terbagi menjadi dua kelompok dan masing-masing kelompok diolah dengan dua persamaan regresi sederhana. Jumlah keseluruhan sampel 60 dengan klasifikasi: jumlah sampel yang menetapkan OWN rendah sebesar 26 sedangkan yang menetapkan OWN tinggi sebesar 34. Pada tingkat OWN rendah diketahui rata-rata memiliki OWN sebesar 2.74% dengan standar deviasi sebesar 1.99%. Dividen memiliki rata-rata sebesar 30.68% dengan standar deviasi sebesar 9.25%. Pada tingkat OWN tinggi diketahui rata-rata memiliki OWN sebesar 19.32% dengan standar deviasi sebesar 10.49%. Dividen memiliki rata-rata sebesar 39.95% dengan standar deviasi sebesar 11.55%. Dari hasil tersebut disimpulkan bahwa pada dua kelompok OWN ternyata menetapkan kebijakan dividen dengan nilai rata-rata tidak jauh berbeda pada kisaran 30,68% sampai 39,95%.

Tabel 5: Statistik Diskriptif Pada Own Rendah & Own Tinggi

Variabel	Jumlah	Rata-rata	Std Deviasi
Own			
Div	26	30.68	9.25
Own	26	2.74	1.99
Own Tinggi:			
Div	34	39.95	11.55
Own	34	19.32	10.49

D.1. Hasil Regresi OWN Rendah

Berdasarkan tabel 6 diketahui bahwa: variabel *managerial ownership* (OWN) memiliki koefisien positif dan signifikan pada tingkat 1% terhadap kebijakan dividen. Pada kelompok *managerial ownership* yang rendah, apabila terjadi peningkatan *managerial ownership* diikuti dengan kenaikan dividen. Pada situasi ini apabila manajer meningkatkan kepemilikan manajerial menyebabkan kekayaannya tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga sebagai kompensasinya menginginkan dividen tinggi. Preferensi pemegang saham menyukai dividen tinggi atau mengarah pada *bird in the hand theory*.

Regresi menghasilkan R^2 adj sebesar 43.30% artinya: sebesar 43.30% variabel *managerial ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan sisanya sebesar 56.70% dipengaruhi oleh variabel lain. Nilai F test sebesar 20.109 significant pada tingkat 1%.

$$\text{Persamaan 2: Div} = 22.078 + 3.146 \text{ OWN.}$$

D.2. Hasil Regresi OWN Tinggi

Berdasarkan tabel 6 diketahui bahwa: variabel *managerial ownership* (OWN) memiliki koefisien positif tapi tidak significant terhadap kebijakan dividen. Pada tingkat *managerial ownership* yang tinggi, apabila terjadi peningkatan *managerial ownership* akan diikuti dengan kenaikan dividen. Situasi ini juga menunjukkan apabila manajer meningkatkan kepemilikan manajerial menyebabkan kekayaannya tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga sebagai kompensasi mereka menginginkan dividen tinggi. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang semakin besar, preferensi pemegang saham semakin menginginkan dividen tinggi daripada laba ditahan.

Regresi ini menghasilkan R^2 adj sebesar 1.5% artinya sebesar 1.5% variabel *managerial ownership* berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan sisanya sebesar 98.5% dipengaruhi oleh variabel lain. Nilai F test sebesar 1.486 tidak signifikan.

$$\text{Persamaan 3: Div} = 53.466 + 0.232 \text{ OWN.}$$

Tabel 6: Hasil Regresi Sederhana Kebijakan Dividen

Variabel	Koefisien	Nilai t
Own Rendah:		
Contant	22,078	9.373 *
Own	3,146	4.484 *
$R^2 = 45.60\%$	$R^2 \text{ adj} = 43.30\%$	F Stat = 20.109 *
Own Tinggi:		
Contant	35,466	8.508 *
Own	0,232	1,219
$R^2 = 4.4\%$	$R^2 \text{ adj} = 1.5\%$	F Stat = 1.486

Keterangan:

- * significant 1%
- ** significant 5%
- *** significant 10%

E. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

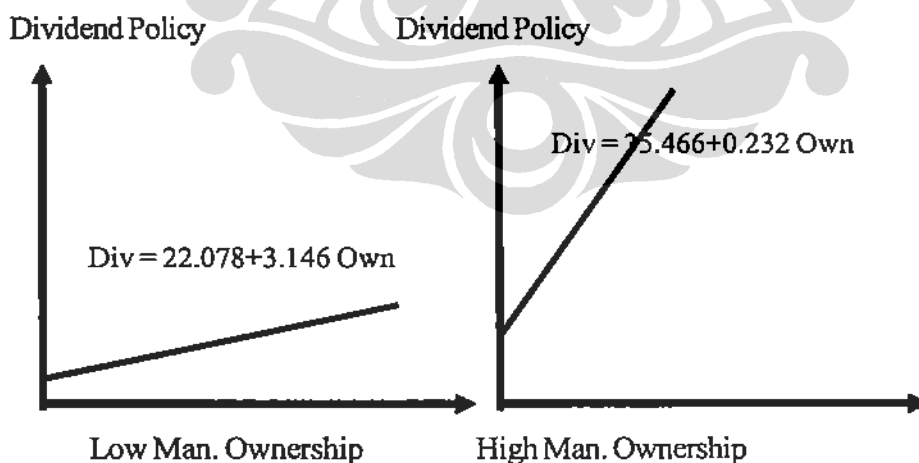
Berdasarkan pengujian hasil regresi diketahui bahwa hipotesis pertama (H1) ditolak. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terjadi pengaruh negatif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Bukti menunjukkan terjadi pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Selain itu struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasi oleh keluarga sehingga cenderung membagi dividen besar. Sebaliknya, pada perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial rendah menunjukkan diversifikasi yang optimal sehingga cenderung membayar dividen yang rendah atau lebih menyukai *retained earning*. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Chen & Steiner (1999) dan Moh'd, Rimbey & Perry (1995).

Variabel utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa hipotesis kedua (H2) diterima. Pengaruh negatif menunjukkan bahwa pada tingkat penggunaan utang yang tinggi (rata-rata rasio utang 52,32%), perusahaan cenderung membayar dividen rendah (rata-rata rasio dividen 35%). Dengan keputusan ini perusahaan masih memiliki laba ditahan yang digunakan sebagai cadangan menutup utang. Kebijakan dividen rendah berdampak positif bagi kreditor karena kepentingan mereka tetap diperhatikan oleh perusahaan. Sebaliknya, pada perusahaan dengan utang rendah cenderung akan membayar dividen besar karena tidak memiliki beban bunga sehingga keuntungan dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Hasil penelitian ini sesuai dengan Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

Variabel ROA menunjukkan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil menunjukkan bahwa hipotesis ketiga (H3) diterima. Pada kondisi ini perusahaan menghadapi profitabilitas rendah sehingga untuk menjaga reputasi perusahaan membayar dividen besar. Dengan mempertahankan dividen, pihak investor memperkirakan profitabilitas yang tinggi walaupun pada kenyataannya belum tentu memiliki profitabilitas yang tinggi. Perilaku pembayaran dividen ini juga didukung oleh preferensi yang menyukai dividen besar. Sebaliknya, pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung membayar dividen rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan akan mengalokasikan keuntungan pada laba ditahan untuk kepentingan ekspansi dimasa mendatang. Hasil penelitian ini sesuai dengan Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

Variabel *firm size* menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil ini menunjukkan hipotesis keempat (H4) ditolak. Penolakan ini dikarenakan hasil tidak signifikan. Pada perusahaan beraset besar apabila melakukan ekspansi akan didanai dengan menambah utang atau saham. Untuk menjaga reputasi, perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran dividen. Sebaliknya, perusahaan yang memiliki aset kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan diarahkan sebagai laba ditahan yang digunakan untuk meningkatkan aset. Hasil ini sesuai dengan penelitian Chritchley & Hansen (1989), tetapi tidak signifikan. Hasil ini berarti dalam menetapkan kebijakan dividen perusahaan tidak terlalu mempertimbangkan total asetnya. Dari hasil pengelompokan data *managerial ownership* disimpulkan bahwa perilaku manajer mengacu pada *bird in the hand theory*. Pada kelompok *managerial ownership* (OWN) rendah maupun *managerial ownership* (OWN) tinggi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dividen saat ini dinilai lebih baik daripada *retained earning*. Jika profit dialokasikan lebih besar pada *retained earning*, belum tentu menghasilkan *return* yang bagus sehingga belum tentu membayar dividen dimasa mendatang. Berdasarkan dua arah hubungan yang sama, maka dalam kelompok data ini perilaku manajer terhadap dividen tidak membentuk pola hubungan yang berbeda terhadap kebijakan dividen. Arah hubungan yang terbentuk dapat dipahami pada gambar 5. Kedua pola membentuk hubungan positif pada tingkat *managerial ownership* rendah maupun *managerial ownership* tinggi terhadap kebijakan dividen, hasil menunjukkan tidak sesuai dengan perkiraan semula.

Gambar 5: Pola Hubungan Managerial Ownership Terhadap Dividen



V. KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa:

1. Variabel *managerial ownership* tidak membuktikan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perilaku manajer mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham. Keputusan dividen tersebut sebagai cara mengantisipasi kondisi yang tidak pasti, mengingat tahun 1997 terjadi krisis moneter di Indonesia. Hasil ini berbeda dari hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan di USA, yang mana struktur kepemilikan saham dibatasi 5% sehingga kepemilikan saham relatif tersebar. Selain itu struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi karena sebagian besar dimiliki oleh keluarga sehingga cenderung membayar dividen tinggi.
2. Variabel kebijakan utang membuktikan pengaruh negatif dengan kebijakan dividen. Pada tingkat penggunaan utang yang relatif besar, perusahaan membayarkan dividen pada persentase yang tidak terlalu tinggi. Tindakan ini dilakukan untuk memperhatikan kepentingan kreditor dan pemegang saham.
3. Variabel ROA membuktikan pengaruh negatif dengan kebijakan utang. Pada profitabilitas rendah perusahaan tetap membayarkan dividen. Tujuan perusahaan melakukan tindakan ini adalah untuk memenuhi keinginan pemegang saham yang mengarah pada *bird in the hand theory* dan mempertahankan reputasi perusahaan dikalangan pelaku pasar modal.
4. Variabel ukuran perusahaan (*firm size*) membuktikan pengaruh positif dengan kebijakan dividen, tetapi tidak signifikan. Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila berencana melakukan emisi saham baru.
5. Berdasarkan pengelompokan data *managerial ownership*, tingkat kepemilikan rendah ataupun tinggi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perilaku manajer mengarah *bird in the hand theory* tidak membentuk dua arah hubungan linier yang berbeda terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini tidak menganalisis hubungan antara tingkatan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen secara *non-linier*.

Penelitian selanjutnya dapat mengembangkan penelitian ini dengan membandingkan dengan kondisi setelah krisis moneter atau dengan mengembangkan berbagai variabel independen yang berkaitan dengan dividen. Selain itu penelitian selanjutnya juga dapat mengembangkan sampel yang lebih besar atau menggunakan metode lain dalam melakukan pengelompokan data *managerial ownership*.

DAFTAR PUSTAKA

- Benartzi, S., R. Michaely and R. Thaler. 1997. Do Change in Dividend Signal the Future or the Past?, *The Journal of Finance*, R (July):1007-1033.
- Black, F. 1976. The Dividend Puzzle, *The Journal of Portfolio Management* (Winter) :5-8.
- Brigham, E. F., L. C. Gapenski, dan P.R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*, 6th edition. Orlando: The Dryden Press
- Brigham, E. F., and J.F. Houston. 2000. *Manajemen Keuangan*, Edisi ke-8. Jakarta: Erlangga
- Chang, R. P., and S.G. Rhee. 1990. The Impact of Personal Taxes on Corporate dividend Policy and Capital Structure Decision. *Financial Management* (Summer): 21-31.
- Chen, R.C. and T. Steiner . 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *Financial Review* (34):119-137.
- Cooper, D. R., and P. S. Schindler. 2001. *Business Research Method*. New York: McGraw-Hill
- Crutchley, C and Hansen. 1989. A Test of the Agency Theory of managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management* (18): 36-46.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanation of Dividends, *The American Economic Review* (September)
- Gujarati, D. 1995. *Basic Econometrics*, 3 ed. New York: Mc. Grow-Hill.
- Ghozali, I. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Metode SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

- Husnan, S.2000. Corporate Governance di Indonesia: Pengamatan Terhadap Sektor Corporate dan Keuangan.tidak diterbitkan
- Jensen, G.R, D.P. Solberg, and T.S.Zorn.1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividends, *Journal of Financial and Quantitative analysis* (27) :247-263.
- Moh'd ,A.M, N.J.Rimbey and G.L.Pery.1995. An Investigation of Dinamic Rerlationship Between Agency Theory and Dividend Policy, *The Financial Review*(30):367-384.
- Rozeff, M. S.1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*(5): 249-259.
- Schooley, D. K., and L.D. Barney Jr.1994. Using Dividend-Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Cost, *The Journal of Financial Research* (Fall): 363-373.

