

# Karisma

KAJIAN & RISET MANAJEMEN

Vol. III No. 3  
Agustus 2009  
ISSN 1978-404X

Merger, Akuisisi, dan Kinerja Perusahaan (Studi atas Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)  
*Hendro Widjanarko*

Peningkatan Kinerja melalui *Employee Empowerment* dan *Organizational Citizenship Behavior* dalam Budaya Organisasi yang Ideal  
*Hery Sutanto*

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* dengan *Size* sebagai Variabel Kontrol  
*Khoirul Hikmah*

Pengaruh Politik Organisasional terhadap *Job Distress* di Tempat Kerja  
*Musarob*

Analisis Pengaruh Pengumuman Merger-Akuisisi terhadap *Return Saham* Perusahaan *Bidder* dan Target di BEI  
*Nilmawati*

97-106

Merger, Akuisisi, dan Kinerja Perusahaan (Studi atas Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI)  
*Hendro Widjanarko*

107-120

Peningkatan Kinerja melalui *Employee Empowerment* dan *Organizational Citizenship Behavior* dalam Budaya Organisasi yang Ideal  
*Hery Sutanto*

121-136

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividen Payout Ratio* dengan *Size* sebagai Variabel Kontrol  
*Khoirul Hikmah*

137-146

Pengaruh Politik Organisasional terhadap *Job Distress* di Tempat Kerja  
*Musaroh*

147-164

Analisis Pengaruh Pengumuman *Merger-Akuisisi* terhadap *Return Saham* Perusahaan *Bidder* dan *Target* di BEI  
*Nilmawati*

Diterbitkan oleh Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta sebagai media untuk mengkaji berbagai fenomena maupun riset yang berhubungan dengan ilmu manajemen dalam arti luas. Karisma terbit setahun 3 kali, setiap bulan April, Agustus, dan Desember. Redaksi menerima artikel baik yang ditulis dalam bahasa Indonesia maupun Inggris. Redaksi berhak mempersingkat atau memperbaiki tulisan yang akan dimuat tanpa mengubah maksud dan isinya. Pendapat yang dinyatakan dalam artikel merupakan pendapat pribadi penulis, bukan pendapat Dewan Redaksi.

**Penanggung Jawab** Drs. Didit Herlianto, MSi  
Drs. Hery Sutanto, MM

**Pemimpin Redaksi** Dr. Arief Subyantoro, MS

**Redaksi** Prof. Dr. Eduardus Tandelilin  
(Universitas Gadjah Mada Yogyakarta)  
Prof. Dr. Jogiyanto H. M.  
(Universitas Gadjah Mada Yogyakarta)  
Prof. Dr. M. Rachmad R., MS  
(Universitas Jambi)  
Dr. Bambang Riyanto L.S., MBA, Akt.  
(Universitas Gadjah Mada Yogyakarta)  
Dr. Sito Meiyanto, MSc.  
(Universitas Gadjah Mada Yogyakarta)  
Dr. Heru Tri Sutiono, MS.  
(UPN "Veteran" Yogyakarta)

**Sekretaris Redaksi** Herlina Dyah Kuswanti, SE, MSi  
Khoirul Hikmah, SE, MSi  
Drs. S.T. Haryono, MSi

**Bendahara** Titik Kusmantini, SE, MSi

**Pemasaran** Drs. Tugiyono, MM.

**Administrasi** Sugiyono  
Tut Purharjani

#### Alamat Redaksi

Jurusan Manajemen  
Fakultas Ekonomi  
UPN "Veteran" Yogyakarta  
Jl. SWK 104 (Lingkar Utara)  
Condong Catur, Yogyakarta 55283  
Telp. (0274)487275  
Faks. (0274)487275  
E-mail: [jurnal.karisma@gmail.com](mailto:jurnal.karisma@gmail.com)  
Blog: [www.jurnalkarisma.wordpress.com](http://www.jurnalkarisma.wordpress.com)

## **Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio dengan Size sebagai Variabel Kontrol**

**Khoirul Hikmah**  
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

### **Factors of Dividend Payout Ratio with Size as Control Variable**

**ABSTRACT** Purpose of this research was to empirically find relationship between Dividend Payout Ratio as dependent variable, several independent variables such as insider ownership, shareholder dispersion, debt to equity ratio, and growth, and size as control variable. The research involved 27 go-public manufacturing firms in Indonesia Stock Exchange, 2004-2007. Data was analyzed with multiple linier regression analysis and sensitivity test for to find the effect of control variable. The research found that, there was a significant effect of independent variable on dependent variable simultaneously, but there was not significant effect of independent variable on dependent variable partially. Based on sensitivity analysis, size could increase the effect partially but couldn't the effect simultaneously.

**Keywords:** Agency Cost, Transaction Cost, Insider Ownership, Shareholder Dispersion, Debt to Equity Ratio, Growth, Size, Dividend Payout Ratio.

Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend-payout ratio*), menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan (Ismiyanti & Hanafi, 2004). Semakin besar laba ditahan, semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen (Van Horne & Wachowicz, 1998). Tujuan perusahaan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham, bisa dicapai apabila pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional, karena para pemilik modal memiliki banyak keterbatasan (Jensen & Meckling, dalam Susilawati, 2000). Pada perusahaan besar dan modern, kepemilikan perusahaan biasanya sangat menyebar. Kondisi demikian menimbulkan masalah perbedaan kepentingan (*agency problem*), yaitu perbedaan kepentingan yang timbul antara pemilik (*principal*) dengan manajer (*agent*) (Weston & Copeland, 1989). Jensen & Meckling (dalam Weston & Copeland, 1989), telah mengembangkan suatu perlakuan analitis terhadap hubungan pemilik dan manajer. Dalam temuannya, masalah perbedaan kepentingan timbul jika seorang manajer memiliki saham yang lebih sedikit dibandingkan dengan jumlah saham perusahaan.

Menurut Dempsey & Lober (dalam Susilawati, 2000) masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership*. *Insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham

---

Korespondensi: Khoirul Hikmah, SE, MSi, Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta. JL. SWK 104 (Lingkar Utara), Condong Catur, Yogyakarta 55283. E-mail: [khoirulhikmah@ymail.com](mailto:khoirulhikmah@ymail.com).

(pemilik) dengan pengelola perusahaan semakin kecil, mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan (Perry & Rimbey, dalam Wijayanti, 2005). Menurut Dempsey & Laber (dalam Susilawati, 2000), *shareholder dispersion* atau penyebaran pemegang saham juga berperan didalam masalah keagenan. Pemegang saham yang semakin menyebar kurang efektif dalam monitoring dan sulit untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan (Jensen & Meckling, dalam Soliha & Taswan, 2002). Akibatnya masalah keagenan muncul terutama karena adanya *asymmetric information* (Perry & Rimbey, dalam Wijayanti, 2005).

Masalah keagenan menurut Rozzef (dalam Wijayanti, 2005) dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan dividen. Myers (dalam Nasruddin, 2004) berpendapat bahwa pertumbuhan perusahaan tinggi memerlukan tambahan pembiayaan ekuitas untuk menghadapi setiap kemungkinan di masa yang akan datang. Untuk mendapatkan tambahan dana dari pihak eksternal ini akan menimbulkan biaya transaksi. Biaya transaksi yang tinggi menyebabkan perusahaan harus berpikir kembali untuk membayarkan dividen apabila masih ada peluang investasi yang bisa diambil dan lebih baik menggunakan dana dari aliran kas internal untuk membiayai investasi tersebut (Holder, Langler, & Hexter, dalam Susilawati, 2000).

Rasio pembayaran dividen juga dipengaruhi oleh *debt to equity ratio* (DER). Semakin rendah DER, semakin tinggi proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal, maka semakin besar pula kewajiban (Ratnaningsih & Hartono, 2002). Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen (Jensen & Meckling, 1976; Crutchley & Hansen, 1989; Jensen, 1986, dalam Sartono, 2001). Hal itu dapat dipahami karena apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan berarti akan mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Selain itu, utang akan menurunkan kelebihan aliran kas atau *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Jensen, Solberg, & Zorn, dalam Susilawati, 2000).

Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *debt to equity ratio* dan *growth* terhadap kebijakan pembayaran dividen. Penelitian ini juga bertujuan untuk menganalisis pengaruh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *debt to equity ratio* dan *growth* terhadap kebijakan pembayaran dividen dengan ukuran perusahaan (*size*) sebagai variabel kontrol.

### Teori Kebijakan Dividen

Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan (Riyanto, 2001): dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen atau diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Pada umumnya sebagai EAT (*earning after tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali. Artinya, manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Pembuatan keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen (*dividend policy*).

Persentase dividen yang dibagi dari EAT disebut "*Dividend Payout Ratio*" (DPR), rumusnya sebagai berikut (Riyanto, 2001)

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

### Teori "Signaling Hypothesis"

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tapi Modigliani & Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu "sinyal" kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang, demikian juga sebaliknya. Seperti teori dividen yang lain, teori "Signaling Hypothesis" ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Perubahan dividen mengandung beberapa informasi, tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek "sinyal" dan preferensi terhadap dividen (Atmaja, 2003).

### Teori "Clientele Effect"

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Bukti empiris menunjukkan bahwa dari "clientele" ini ada. Tapi menurut Modigliani & Miller hal ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek "clientele" ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka (Atmaja, 2003).

### Faktor-Faktor Biaya Keagenan

Menurut Husnan & Pudjiastuti (1998), biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan pemegang saham untuk mencegah atau meminimalisir masalah keagenan dan untuk mendukung maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Ada beberapa faktor biaya keagenan yang dapat digunakan sebagai alternatif dalam upaya mengurangi biaya keagenan, yaitu *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *debt to equity ratio*, biaya transaksi, dan ukuran perusahaan.

#### *Insider Ownership (Kepemilikan Orang Dalam)*

Menurut Dempsey & Laber (dalam Susilawati, 2000) *insider ownership* adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan *insiders ownership*. *Agency Problem* bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan (Jensen & Meckling, dalam Soliha & Taswan, 2002). Dengan demikian kepemilikan saham oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Soliha & Taswan, 2002).

#### *Shareholder Dispersion (Penyebaran Pemegang Saham)*

Menurut Crutchley & Hansen (dalam Susilawati, 2000), *shareholder dispersion* atau penyebaran pemegang saham juga berperan didalam masalah keagenan. Pemegang saham yang semakin

menyebarkan kurang efektif dalam monitoring dan sulit untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan (Jensen & Meckling, dalam Soliha & Taswan, 2002). Akibatnya masalah keagenan muncul terutama karena adanya *asymmetric information*. *Asymmetric information theory* menurut Donaldson (dalam Atmaja, 2003) adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak lain. Sebaliknya pemegang saham yang semakin terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja akan mempermudah monitoring dan kontrol terhadap kebijakan yang diambil pengelola perusahaan, sehingga dapat mengurangi *asymmetric information* dan mengurangi masalah keagenan (*agency problem*) (Perry & Rimbey, dalam Susilawati, 2000).

### **Debt to Equity Ratio**

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller, dalam Brigham & Houston, 2001). Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham. Namun pada titik tertentu, peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dalam penggunaan hutang lebih kecil dari daripada biaya yang ditimbulkannya (Soliha & Taswan, 2002).

### **Biaya Transaksi**

Menurut Rozeff (dalam Susilawati, 2000), masalah keagenan dapat diturunkan dengan suatu mekanisme menggunakan pembayaran dividen, akan tetapi di sisi yang lain justru menimbulkan biaya karena aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak lagi layak untuk memenuhi kebutuhan-kebutuhan investasi perusahaan, sehingga mendorong pengelola perusahaan untuk memenuhi kebutuhan dananya dari pihak eksternal untuk mengisi kembali dana yang sudah dikeluarkan dalam bentuk dividen. Usaha untuk mendapatkan dana eksternal ini akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya transaksi. Faktor yang mempengaruhi besarnya biaya transaksi adalah pertumbuhan perusahaan atau *growth*.

### **Ukuran Perusahaan (Size) sebagai Variabel Kontrol**

Penambahan ukuran perusahaan (*size*) sebagai variabel kontrol ini didasarkan pada penelitian sebelumnya berfungsi untuk melihat apakah dengan dimasukkannya variabel tersebut ke dalam model persamaan akan membuat pengaruh faktor-faktor keagenan dan faktor biaya transaksi serta *debt to equity ratio* terhadap rasio pembayaran dividen menjadi semakin kuat sehingga dapat memperkecil *error term*.

### **Penelitian Terdahulu**

#### **Sartono (2001)**

Sartono (2001) melakukan penelitian mengenai kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), utang, dan kebijakan dividen dalam pengujian empirik teori keagenan. Hasil penelitian menemukan bahwa variabel kepemilikan orang dalam, utang (*debt*) dan kebijakan dividen, menunjukkan nilai F yang signifikan pada ketiga model penelitian. Tetapi variabel utang

dan dividen secara individual tidak mempengaruhi variabel kepemilikan orang dalam. Bukti empiris yang lain menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam secara individu tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap utang. Hal ini sesuai dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Crutchley dan Hansen (dalam Wijayanti, 2005).

#### **Hatta (2002)**

Hatta (2002) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen investigasi pengaruh teori *stakeholder*. Simpulan yang dapat ditarik dalam penelitian tersebut adalah terdapat hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan fokus perusahaan, total asset, *insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow* dan *growth*. Hasil uji F ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Holder (dalam Aryani, 2001) yang direplikasi dalam penelitian ini.

#### **Wahidahwati (2001)**

Wahidahwati (2001) menguji hubungan antara kepemilikan manajerial, risiko dan *debt* terhadap pembayaran dividen. Hasilnya menyatakan terdapat hubungan positif tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dan risiko dengan pembayaran dividen. Sedangkan variabel *debt* memiliki hubungan negatif tidak signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan beban tetap berupa kas bunga, sehingga akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat risiko dividen yang rendah.

#### **Crutchley & Hansen (1989)**

Crutchley & Hansen (dalam Wijayanti, 2005), melakukan penelitian terhadap *managerial ownership*, *corporate leverage* dan *corporate dividend*. Mereka menemukan bahwa perusahaan dapat mengkombinasikan *managerial ownership*, *corporate leverage* dan *corporate dividend* untuk mereduksi biaya keagenan.

#### **Collin, Saxena & Wansley (1996)**

Melaksanakan studi untuk meneliti tentang *insider* dan kebijakan dividen pada perusahaan yang *unregulated* dan *regulated* hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* berhubungan negatif dengan *insider holdings* dan berhubungan negatif dengan *number of shareholders* (dalam Wijayanti, 2005).

#### **Perry & Rimbey (1995)**

Perry & Rimbey (dalam Wijayanti, 2005), meneliti tentang hubungan yang dinamis antara teori keagenan dan kebijakan dividen. Mereka menggunakan *insider ownership*, *shareholder dispersion* dan *institutional ownership* sebagai proksi dari biaya keagenan. Sedangkan biaya transaksi diprosikan oleh tingkat pertumbuhan dan koefisien Beta. Kontribusi penelitian ini adalah memperjelas konsistensi dari berbagai faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen seperti hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rozzef (dalam Wijayanti, 2005).

#### **Jensen et al. (1992)**

Penelitian Jensen et al. (dalam Soliha & Taswan, 2002), menguji determinan-determinan dari perbedaan *cross sectional* dalam *insider ownership*, *debt* dan *dividend* menunjukkan bahwa keputusan finansial dan keputusan *insider ownership* adalah interdependensi. Secara khusus bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif dengan tingkat *debt* dan *dividend*. Penelitian ini didukung oleh Jensen (1986) dan Masulis (1988) (dalam Wijayanti, 2005) dan Jensen & Meckling (1976, dalam

Soliha & Taswan, 2002), yang menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Jensen & Meckling (dalam Wijayanti, 2005) menyarankan untuk meningkatkan kepemilikan *insider* dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh para manajer atau *insider* akan membuat mereka semakin hati-hati dalam menentukan hutang.

### **Dampsey & Laber (1992)**

Membentuk suatu model dimana dividen merupakan suatu mekanisme untuk menurunkan biaya keagenan. Dividen di sini merupakan bentuk penawaran distribusi pendapatan yang rasional untuk pemegang saham. Perusahaan melihat bahwa dengan memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dapat mengurangi masalah keagenan, akan tetapi dapat menimbulkan biaya baru yaitu biaya transaksi. Penelitian mereka menggunakan *insider ownership* dan *shareholder dispersion* sebagai proksi dari biaya keagenan, dan *growth* serta koefisien Beta sebagai proksi dari biaya transaksi. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*, sedangkan *shareholder dispersion* berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Kedua proksi dari biaya transaksi menunjukkan hubungan yang negatif dengan *dividend payout ratio* (Wijayanti, 2005).

#### **H1.**

*Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

#### **H2.**

*Shareholder dispersion* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

#### **H3.**

*Debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

#### **H4.**

*Growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol.

## **Metode Penelitian**

### **Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang telah menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2004 sampai tahun 2007 yaitu sebanyak 393 perusahaan.

Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel adalah metode *judgement sampling*, dengan menggunakan kriteria sebagai berikut :

- Perusahaan-perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan, mempunyai data *insider ownership*, dan membayarkan dividen secara berkesinambungan selama tiga tahun.

- Perusahaan-perusahaan yang melakukan pinjaman selama kurun waktu tiga tahun.
- Bukan merupakan perusahaan keuangan.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka didapatkan sampel berjumlah 27 perusahaan. Data diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* 2005, 2006, 2007 dan 2008.

### **Pengukuran Variabel**

#### **Dividend payout ratio**

Rumus dari DPR (Mahadwartha & Hartono, 2002) adalah sebagai berikut:

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

Dalam hal ini,

DPR = Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*)

DPS = Dividen per lembar saham (*dividend per share*)

EPS = Laba per lembar saham (*earnings per share*)

#### **Insider Ownership**

Variabel ini diberi simbol INS. *Insider ownership* adalah presentase saham yang dimiliki oleh direktur atau komisaris (pihak manajemen) (Crutchley & Hansen, dalam Wijayanti, 2005).

Rumus sebagai berikut :

$$INS = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen}}{\text{Total lembar saham}}$$

Dalam penelitian ini diasumsikan bahwa untuk mengukur INS, dengan rumus, sebagai berikut:

$$INS = 100\% - \text{Persentase saham publik}$$

#### **Shareholder dispersion**

Variabel ini diberi simbol SHLDR. Rumus yang digunakan untuk menentukan besarnya *variance* adalah (Septiyanti, 2003) :

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

Dalam hal ini,

$X_i$  = Prosentase kepemilikan saham tiap kelompok

$X$  = Rata-rata prosentase kepemilikan saham

$n$  = Jumlah data

**Debt to equity ratio**

Variabel ini diberi simbol DER. *Debt to equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri, yang digunakan untuk membayar utang. DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{CL + LTD}{E}$$

Dalam hal ini,

- DER = Total hutang dibagi dengan modal sendiri
- CL = *Current liabilities* (Hutang jangka pendek)
- LD = *Long term liabilities* (Hutang jangka panjang)
- E = *Equity* (modal sendiri)

**Growth**

Variabel tingkat pertumbuhan perusahaan diberi simbol GROW. Indikator tingkat pertumbuhan diukur dengan tingkat pertumbuhan pendapatan di tahun yang akan datang (Perry & Rimbey, dalam Wijayanti, 2005), dimana dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan pendapatan dari penjualan selama empat tahun, yaitu dari tahun 2003 sampai tahun 2006.

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

Dalam hal ini,

- $S_t$  = Penjualan pada tahun ke t
- $S_{t-1}$  = Penjualan pada tahun t-1

**Ukuran Perusahaan**

Variabel ukuran perusahaan merupakan variabel control, diberi symbol SIZE. Variabel ini diukur dengan menggunakan *natural log* dari total asset (Fitriyanti, 2002).

**Analisis data****Uji Asumsi Klasik**

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu, yang terdiri dari uji multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas (Gujarati, 1995).

**Uji hipotesis**

Hipotesis diuji dengan menggunakan regresi linier berganda.

$$DPR = b_0 + b_1 INS + b_2 SHLDR + b_3 DER + b_4 GROW + b_5 SIZE + e$$

Untuk melakukan pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR model regresi yang digunakan adalah :

*Insider Ownership* terhadap *dividend payout ratio*

1.  $DPR = b_0 + b_1 INS + e^*$
2.  $DPR = b_0 + b_1 INS + b_2 SIZE + e^*$

Shareholder dispersion terhadap *dividend payout ratio*

1.  $DPR = b_0 + b_1 SHLDR + e^*$
2.  $DPR = b_0 + b_1 SHLDR + b_2 SIZE + e^*$

*Debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*

1.  $DPR = b_0 + b_1 DER + e^*$
2.  $DPR = b_0 + b_1 DER + b_2 SIZE + e^*$

*Growth* terhadap *dividend payout ratio*

1.  $DPR = b_0 + b_1 GROW + e^*$
2.  $DPR = b_0 + b_1 GROW + b_2 SIZE + e^*$

\* Persamaan 1 dan 2 (secara serentak) hanya digunakan untuk pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR untuk membandingkan antara sebelum dan sesudah dimasukkannya variabel kontrol.

## Hasil

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Multikolinearitas

Indikasi dari multikolinearitas yaitu apabila terdapat hubungan linier diantara variabel-variabel yang digunakan dalam model. Jika  $VIF < 10$ , dan *tolerance value* atau *TOL*, dimana tidak terjadi multikolinearitas apabila nilai  $TOL > 0,1$  (Sritua Arief, 1993). Hasil pengujian multikolinearitas dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Pengujian Multikolinearitas

Variabel	Collinearity Statistic		Kesimpulan
	TOL	VIF	
INS	0,760	1,316	Tidak ada multikolinearitas
SHLDR	0,735	1,361	Tidak ada multikolinearitas
DER	0,693	1,444	Tidak ada multikolinearitas
GROW	0,897	1,115	Tidak ada multikolinearitas
SIZE	0,814	1,229	Tidak ada multikolinearitas

Keterangan: INS=*insider ownership*, SHLDR=*shareholder dispersion*, DER=*debt to equity ratio*, GROW=tingkat pertumbuhan, SIZE=ukuran perusahaan.

Dari hasil pengolahan data tersebut dapat diketahui bahwa nilai TOL dan VIF seluruh variabel tidak melanggar batas yang ditentukan. Kondisi ini menunjukkan bahwa tidak ada masalah multikolinearitas diantara variabel independent.

### Uji Autokorelasi

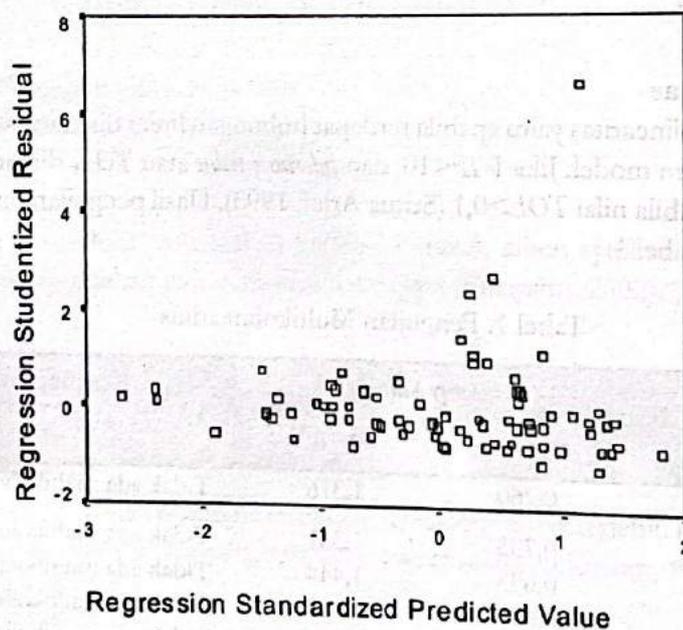
Indikasi terjadinya autokorelasi yaitu apabila ada korelasi diantara kesalahan pengganggu dari suatu observasi terhadap observasi lain. Metode yang digunakan untuk menguji adanya autokorelasi yaitu dengan Uji Durbin-Watson. Nilai statistik Durbin-Watson adalah sebesar 1,944. Nilai pada tabel Durbin-Watson, dengan menggunakan tingkat signifikansi 5% ( $n=80$  dan  $k=5$ ) adalah  $du = 1,507$  dan  $dl = 1,772$ . Nilai statistik Durbin Watson jatuh pada daerah  $du < dw < 4-du$  atau  $1,507 < 1,944 < 2,493$  yaitu pada daerah yang menunjukkan tidak terjadi autokorelasi.

### Uji Heteroskedastisitas

Adanya heteroskedastisitas pada persamaan regresi menyebabkan estimasi koefisien-koefisien regresi menjadi tidak efisien. Gejala heteroskedastisitas ada, apabila varians dari residual dari satu pengamatan berbeda. Untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas, dalam persamaan regresi dapat digunakan metode grafik dengan melakukan plot pada regresi. Dengan melihat hasil grafik jika ada pola-pola tertentu seperti titik-titik (point-point) yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) maka telah terjadi heteroskedastisitas, jika tidak ada yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2002, dalam Endang Sutra M., 2005).

### Scatterplot

Dependent Variable: DPR



Gambar 1. Grafik Scatterpolts

Dari Gambar 1, terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

## Analisis Regresi Linier Berganda

Hasil dari pengolahan data yang menggunakan regresi berganda dapat dilihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Variabel Independent	Koefisien Regresi	Standar Error	Koefisien Beta	T	Sig.
Constan	18,810	91,640	-	0,205	0,838
INS	-0,171	0,369	-0,060	-0,463	0,645
SHLDR	0,049	0,007	0,099	0,748	0,045
DER	-6,875	6,426	-0,145	-1,070	0,288
GROW	-11,046	22,864	-0,058	-0,483	0,630
LN SIZE	1,274	3,090	0,052	0,412	0,681
R	0,202				
R square	0,041				
F	0,638				0,020

Variabel dependen: DPR (*Dividend Payout Ratio*)

Keterangan: INS=*insider ownership*, SHLDR=*shareholder dispersion*, DER=*debt to equity ratio*,  
GROW=*tingkat pertumbuhan*, SIZE=*ukuran perusahaan*.

Untuk interpretasi berdasarkan hasil regresi tersebut, maka dilakukan penyesuaian dengan mengadakan anti LN terhadap variabel SIZE, sehingga dapat disusun persamaan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 18,810 - 0,171 \text{ INS} + 0,049 \text{ SHLDR} - 6,875 \text{ DER} - 11,046 \text{ GROW} + 3,575 \text{ SIZE}$$

Dari hasil regresi tersebut menunjukkan nilai *dividend payout ratio* sebesar 18,810% bila tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen. Apabila *insider ownership* naik 1%, maka *dividend payout ratio* akan turun 0,171 %, dan sebaliknya jika *insider ownership* turun 1% maka *dividend payout ratio* akan naik 0,171%. Apabila *shareholder dispersion* naik 1%, maka *dividend payout ratio* akan naik 0,049%, dan sebaliknya jika *shareholder dispersion* turun 1%, maka *dividend payout ratio* akan turun 0,049%. Apabila *debt to equity ratio* naik 1 kali, maka *dividend payout ratio* akan turun 6,875 kali, dan sebaliknya jika *debt to equity ratio* turun 1 kali, maka *dividend payout ratio* akan naik 6,875 kali. Apabila tingkat pertumbuhan naik Rp1, maka *dividend payout ratio* akan turun Rp11,046, dan sebaliknya jika tingkat pertumbuhan turun Rp1, maka *dividend payout ratio* akan naik Rp11,046. Apabila ukuran perusahaan naik Rp1, maka *dividend payout ratio* akan naik Rp3,575, dan sebaliknya apabila ukuran perusahaan turun Rp1, maka *dividend payout ratio* akan turun Rp3,575. Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa variabel yang memiliki pengaruh dominan terhadap *dividend payout ratio* adalah *shareholder dispersion*.

Berdasarkan Tabel 2, diketahui koefisien determinasi ( $R^2$ ), memiliki nilai sebesar 0,041. Artinya, 4,1% dari perubahan *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *debt to equity ratio*, dan tingkat pertumbuhan. Nilai F sebesar 0,638 dengan tingkat signifikansi 0,020 menunjukkan bahwa model sudah benar-benar *fit*. Dengan demikian, pengujian hipotesis bisa dilakukan.

Koefisien INS bertanda negatif (-0,171), berarti semakin tinggi *insider ownership*, semakin rendah *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Namun pengaruh ini tidak signifikan, terlihat dari nilai t sebesar -0,463 dengan tingkat signifikansi 0,645.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *insider ownership*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio* (hipotesis 1 tidak didukung).

Koefisien SHLDR bertanda positif (0,049), berarti semakin tinggi *shareholder dispersion*, semakin tinggi pula *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Pengaruh ini signifikan, terlihat dari nilai t sebesar 0,748 dengan tingkat signifikansi 0,045. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *shareholder dispersion*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, berpengaruh pada *dividend payout ratio* (hipotesis 2 didukung).

Koefisien DER bertanda negatif (-6,875), berarti semakin tinggi *debt to equity ratio*, semakin rendah *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Namun pengaruh ini tidak signifikan, terlihat dari nilai t sebesar -1,070 dengan tingkat signifikansi 0,288. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio* (hipotesis 3 tidak didukung).

Koefisien GROW bertanda negatif (-11,046), berarti semakin tinggi *growth*, semakin rendah *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Namun pengaruh ini tidak signifikan, terlihat dari nilai t sebesar -0,483 dengan tingkat signifikansi 0,630. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa *growth*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol, tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio* (hipotesis 4 tidak didukung).

### Pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR

Pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR digunakan dengan tujuan, untuk mengetahui pengaruh sebelum dimasukkan variabel kontrol dan sesudah dimasukkannya variabel kontrol ke dalam model persamaan (Kuncoro, 2003). Dimasukkannya variabel SIZE (total aset), sebagai variabel kontrol diharapkan dapat memberikan daya penjas yang lebih besar. Pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR dilakukan dengan melihat perubahan dari nilai adjusted R<sup>2</sup> (Arief, 1993). Perubahan nilai adjusted R<sup>2</sup> tersebut dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap DPR (Perubahan Adjusted R<sup>2</sup>)

Model Regresi	Adj. R <sup>2</sup>	Kesimpulan
<b>Uji Model</b>		
Sebelum dimasukkan LN SIZE	-0,012	
Sesudah dimasukkan LN SIZE	-0,023	turun
<b>Insider ownership</b>		
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> INS + e	-0,012	
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> INS + b <sub>2</sub> LN SIZE + e	-0,025	turun
<b>Shareholder Dispersion</b>		
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> SHLDR + e	0,004	
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> SHLDR + b <sub>2</sub> LN SIZE + e	-0,009	turun
<b>Debt to Equity</b>		
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> DER + e	0,014	
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> DER + b <sub>2</sub> LN SIZE + e	0,005	turun
<b>Growth</b>		
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> GROW + e	-0,002	
DPR = b <sub>0</sub> + b <sub>1</sub> GROW + b <sub>2</sub> LN SIZE + e	-0,015	naik

Hasil regresi pada Tabel 3 menunjukkan bahwa ada satu variabel independent, yaitu Growth (tingkat pertumbuhan), yang apabila diregresikan bersama-sama dengan variabel kontrol (SIZE) mengalami kenaikan nilai adjusted R<sup>2</sup>, ini berarti kehadiran variabel kontrol (SIZE) dapat memperbesar daya penjas variabel independent khususnya untuk tingkat pertumbuhan *shareholder dispersion*, dan *debt to equity ratio*, ternyata tidak mengalami kenaikan nilai adjusted R<sup>2</sup> setelah diregresikan secara serentak dengan variabel kontrol (SIZE). Hal ini berarti kehadiran variabel kontrol (SIZE) tidak dapat memperbesar daya penjas variabel-variabel independent terhadap *dividend payout ratio*.

## Pembahasan

Pengujian terhadap hipotesis 1 menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, namun tidak signifikan. Hasil ini menunjukkan bahwa teori yang menyatakan *insider ownership* memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum dapat digeneralisasikan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Akan tetapi jika dilihat dari koefisien regresi dan koefisien betanya, dapat diketahui bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*, arah hubungan ini sesuai dengan yang telah diprediksikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Dampsey & Lafer; Collin, Saxena & Wansley ; Jensen & Meckling (dalam Wijayanti, 2005).

Hasil pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan adanya penurunan nilai adjusted R<sup>2</sup>. Artinya, SIZE sebagai variabel kontrol tidak berhasil memperbesar daya penjas *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 2 menunjukkan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh positif secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*, dengan ukuran perusahaan sebagai variabel control. Hasil ini menunjukkan bahwa teori yang menyatakan *shareholder dispersion* memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen dapat digeneralisasikan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham, dapat menurunkan masalah keagenan. Kondisi ini mengidentifikasi bahwa kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang dapat menurunkan permasalahan keagenan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hasil penelitian ini sesuai penelitian dari Dampsey & Lafer (dalam Wijayanti, 2005).

Hasil pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan adanya penurunan nilai adjusted R<sup>2</sup> yang cukup besar. Artinya SIZE sebagai variabel kontrol tidak dapat memperbesar daya penjas *shareholder dispersion* terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 3 menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini menunjukkan bahwa teori yang menyatakan *debt to equity ratio* memberikan pengaruh terhadap rasio pembayaran dividen belum dapat digeneralisasikan pada perusahaan-perusahaan di Indonesia. Akan tetapi jika dilihat dari koefisien regresi dan koefisien betanya, dapat diketahui bahwa *debt to equity ratio* berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*, arah hubungan ini sesuai dengan yang telah diprediksikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Wahidahwati (2001) dan Wijayanti (2005).

Hasil pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan adanya penurunan nilai Adjusted  $R^2$  yang cukup besar. Artinya, SIZE sebagai variabel kontrol tidak dapat memperbesar daya penjas *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil pengujian terhadap hipotesis 4 menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, namun tidak signifikan. Akan tetapi jika dilihat dari koefisien regresi dan koefisien beta-nya, dapat diketahui bahwa pertumbuhan perusahaan berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*, arah hubungan ini sesuai dengan yang telah diprediksikan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian dari Wahidahwati (2001) dan Wijayanti (2005).

Hasil pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan adanya peningkatan nilai adjusted  $R^2$  yang cukup besar. Artinya, SIZE sebagai variabel kontrol dapat memperbesar daya penjas tingkat pertumbuhan terhadap *dividend payout ratio*.

### Keterbatasan dan Saran

Sampel pada penelitian ini masih sangat kecil, yaitu 27 perusahaan dari 272 perusahaan yang menjadi populasi. Sehingga hasil penelitian tidak dapat digeneralisasi. Kecilnya jumlah sampel dikarenakan masih sedikitnya perusahaan yang membayarkan dividen.

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (SIZE) yang diukur dengan *natural log of total assets*. Ukuran perusahaan juga dapat diukur menggunakan elemen lain seperti penjualan atau *sales*.

Untuk penelitiannya selanjutnya sebaiknya menambah variabel independen yang belum dimasukkan dalam penelitian ini, misalnya variabel *free cash flow* atau aliran kas bebas, karena dalam *agency conflict*, permasalahan yang terjadi erat kaitannya dengan penggunaan *free cash flow*. Apakah dengan adanya aliran kas bebas manajer cenderung menggunakan aliran kas bebas tersebut, untuk kepentingan pribadi atau untuk dibagikan kepada pemegang saham. Sehingga pada hasil penelitian dapat disimpulkan apakah setelah dimasukkannya variabel aliran kas bebas dapat menurunkan masalah keagenan atau tidak.

### Simpulan

Hasil analisis menunjukkan bahwa faktor-faktor keagenan, yaitu *insider ownership*, *shareholder dispersion* (varian) dan *debt to equity ratio*, dan faktor biaya transaksi, yaitu *growth* serta variabel kontrol ukuran perusahaan (SIZE) secara bersama-sama memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil analisis secara parsial menunjukkan bahwa *insider ownership* memiliki hubungan yang negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*, hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan, *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol ditolak. *Shareholder dispersion* yang diukur dengan varian memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan, *shareholder dispersion* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol ditolak. *Debt to equity ratio* memiliki

hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan, *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol ditolak. *Growth* memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini menunjukkan bahwa, hipotesis perusahaan sebagai variabel kontrol ditolak. Variabel kontrol *SIZE* memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *shareholder dispersion* memiliki pengaruh yang dominan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini mengindikasikan bahwa, perusahaan dengan kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham saja (*variance* saham yang terkonsentrasi pada satu atau beberapa pemegang saham, dapat menurunkan masalah keagenan).

Pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* yang dilakukan pada persamaan secara bersama-sama menunjukkan bahwa nilai *adjusted R<sup>2</sup>* lebih besar dibandingkan sesudah dimasukkannya variabel kontrol dalam persamaan (model 2). Jadi *SIZE* bukan merupakan prediktor yang baik bagi *dividend payout ratio*, dan diperoleh model regresi yang terbaik adalah model regresi 1. Pengujian pengaruh penambahan variabel kontrol terhadap *dividend payout ratio* yang dilakukan secara individu terhadap masing-masing variabel independent, menunjukkan bahwa *SIZE* dapat meningkatkan daya penjelas dari satu variabel independent terhadap *dividend payout ratio*, variabel tersebut yaitu *GROW*.

## Penulis

Khoirul Hikmah, SE, MSi, adalah staf pengajar Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta.

## Referensi

- Arief, S. (1993). *Metodologi Penelitian Ekonomi*, Jakarta: UI-Press.
- Aryani, N. L. G. *Pengaruh Faktor-faktor Biaya Keagenan dan Faktor-faktor Biaya Transaksi Terhadap Dividend Payout Ratio*. Tesis, tidak dipublikasikan. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta, 2001.
- Atmaja, L. S. (2003). *Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi. Yogyakarta: Andi.
- Fitriyanti, L. Y. *Analisis Variabel-variabel yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Tesis, tidak dipublikasikan. Universitas Padjajaran, Bandung, 2002.
- Gujarati, D. (1995). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.

- Hatta, A. J. (2002). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend*: Investigasi Pengaruh Teori *Stakeholder*. *JAAI*, (6) 2: 1-21.
- Husnan, S. & Pudjiastuti, E. (1998). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Indonesian Capital Market Directory* (2005). Indonesia: ECFIN.
- Indonesian Capital Market Directory* (2006). Indonesia: ECFIN.
- Indonesian Capital Market Directory* (2007). Indonesia: ECFIN.
- Indonesian Capital Market Directory* (2008). Indonesia: ECFIN.
- Ismiyanti, F. & Hanafi, M. M. (2004). Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia*, 19 (21): 176-196.
- Kuncoro, M. (2003). *Metode Riset Untuk Bisnis dan Ekonomi*, Jakarta: Erlangga.
- Mahadwartha, P. A. & Hartono, J. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. Makalah dipresentasikan dalam Seminar Nasional Akuntansi V: 635-647.
- Nasruddin (2004). Faktor-faktor yang Menentukan Keputusan Struktur Modal: Studi Empirik pada Perusahaan Industri Farmasi di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Akuntansi dan Investasi*, 5 (1): 47-62.
- Ratnaningsih, D. & Hartono, J. (2002). Total and Individual Effect of An Agency Cost Explanation for Dividend Payments. *Jurnal Ekonomi & Bisnis Indonesia*, 18 (1): 47-60.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.
- Sartono, A. (2001). Kepemilikan Orang Dalam (*Insider Ownership*), Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (*Agency Theory*). *Jurnal Siasat Bisnis*, 2 (6): 107-119.
- Septiyanti, R. (2003). Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio dengan Laba sebagai Variabel Pemoderasi. Makalah dipresentasikan dalam Seminar Nasional Akuntansi VI.
- Solihah, E. & Taswan (2002). Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan serta Beberapa Faktor yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 9 (2): 120-148.
- Susilawati, C. E. (2000). Dampak Faktor-faktor Keagenan dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi terhadap Rasio Pembayaran Dividen. *Jurnal Siasat Bisnis*, 2 (5): 111-126.
- Sutra, E. M. Analisis Pengaruh Faktor-faktor Teori Keagenan dan Faktor-faktor Biaya Transaksi terhadap Dividend Payout Ratio. Skripsi, tidak dipublikasikan. Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta, 2005.
- Van Horne, C. J. & Wachowicz, J. R. (1998). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi 9. Jakarta: Salemba Empat.
- Wahidahwati, 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan *Institusional* pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Theory Agency*. *Jurnal Riset akuntansi Indonesia*, 5 (1): 11-16.
- Weston, J. F. & Copeland, T. E. (1989). *Manajemen Keuangan*, Edisi 8, Jakarta: Erlangga.
- Wijayanti, A. Analisis Pengaruh Biaya Keagenan dan Biaya Transaksi Terhadap Dividend Payout Ratio dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Kontrol. Skripsi, tidak dipublikasikan. Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta, 2005.