



**PENGARUH BIAYA AGENSI, RISIKO SISTEMATIK, DAN PELUANG
INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI
PERIODE 2009-2013**

**THE EFFECT OF AGENCY COST, SYSTEMATIC RISK AND INVESTMENT
OPPORTUNITIES ON DEVIDENT POLICY (MANUFACTUR SECTOR
COMPANIES LISTED IN THE INDONESIA STOCK EXCHANGE
PERIOD 2009-2013)**

SKRIPSI

Oleh :

Aldea Mita Cheryta

NIM. 110810201147

**UNIVERSITAS JEMBER
FAKULTAS EKONOMI
JURUSAN MANAJEMEN**

2015



**PENGARUH BIAYA AGENSI, RISIKO SISTEMATIK, DAN PELUANG
INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI
PERIODE 2009-2013**

**THE EFFECT OF AGENCY COST, SYSTEMATIC RISK AND INVESTMENT
OPPORTUNITIES ON DEVIDENT POLICY (MANUFACTUR SECTOR
COMPANIES LISTED IN THE INDONESIA STOCK EXCHANGE
PERIOD 2009-2013)**

SKRIPSI

diajukan guna melengkapi tugas akhir dan memenuhi salah satu syarat
untuk menyelesaikan kuliah fakultas ekonomi jurusan manajemen (S1)
dan mencapai gelar Sarjana Ekonomi

Oleh

**Aldea Mita Cheryta
NIM 110810201147**

**FAKULTAS EKONOMI
JURUSAN MANAJEMEN
UNIVERSITAS JEMBER
2015**

PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Aldea Mita Cheryta

NIM : 110810201147

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi yang berjudul “Pengaruh Biaya Agensi, Risiko Sistematis, dan Peluang Investasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013” adalah benar-benar hasil karya sendiri, kecuali kutipan yang sudah saya sebutkan sumbernya, belum pernah diajukan pada institusi mana pun dan bukan karya jiplakan. Saya bertanggung jawab atas keabsahan dan kebenaran isinya sesuai dengan sikap ilmiah yang harus dijunjung tinggi.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, tanpa ada tekanan dan paksaan dari pihak manapun serta bersedia mendapat sanksi akademik jika ternyata dikemudian hari pernyataan ini tidak benar.

Jember, 10 Maret 2015

Yang menyatakan,

Aldea Mita Cheryta
NIM 110810201147

TANDA PERSETUJUAN

Judul Skripsi : PENGARUH BIAYA AGENSI, RISIKO SISTEMATIK,
DAN PELUANG INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2009-2013

Nama Mahasiswa : Aldea Mita Cheryta
NIM : 110810201147
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Disetujui Tanggal : 10 Maret 2015

Pembimbing I

Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss, Acc, Ph.D
NIP. 196611251991031002

Pembimbing II

Ariwan Joko N, SE, MM
NIP. 196910071999021001

Mengetahui,
Ketua Program Studi
S1 Manajemen

Dr. Ika Barokah Suryaningsih , M.M
NIP.197805252003122002

PENGESAHAN

**PENGARUH BIAYA AGENSI, RISIKO SISTEMATIK, DAN PELUANG
INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2009-2013**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh:

Nama : Aldea Mita Cheryta
NIM : 110810201147
Jurusan : Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

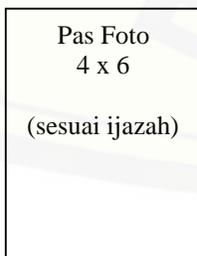
Telah dipertahankan di depan panitia penguji pada tanggal:

Dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

SUSUNAN TIM PENGUJI

1. Ketua : Drs. Marmono S, M.Si. : (.....)
NIP. 196609041990021001
2. Sekertaris : Ana Mufidah, SE. M.Si. : (.....)
NIP.198002012005012001
3. Anggota : Drs. Agus Priyono, MM : (.....)
NIP.196010161987021001

Mengetahui,
Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Jember



Dr.Muhammad Fathorrazi,M.Si
NIP. 196306141990021001

PERSEMBAHAN

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

1. Ibunda Lina Tumita dan Ayahanda Hery Goenari tercinta yang telah memberikan segenap kasih dan sayangnya.
2. Renno Dhany Saputra yang selalu menjadi alasan untuk tetap semangat.
3. Guru-guruku sejak taman kanak-kanak sampai dengan perguruan tinggi yang telah memberikan ilmu, pengalaman dan motivasi.
4. Almamater yang saya banggakan, Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

MOTO

"Barangsiapa sungguh-sungguh, sesungguhnya kesungguhannya itu adalah untuk dirinya sendiri"

(QS Al-Ankabut [29]: 6)

"Ketergesaan dalam setiap usaha membawa kegagalan."

(Herodotus)

"Sesuatu yang belum dikerjakan, seringkali tampak mustahil; kita baru yakin kalau kita telah berhasil melakukannya dengan baik."

(Evelyn Underhill)

*) Departemen Agama Republik Indonesia. 2004. *Al Qur'an dan Terjemahannya*. Semarang: PT Kumudasmoro Grafindo.

RINGKASAN

Pengaruh Biaya Agensi, Risiko Sistematis, dan Peluang Investasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013; Aldea Mita Cheryta, 110810201147; 2015: 45 halaman; Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan untuk menentukan laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen perusahaan dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen adalah biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang investasi. Biaya agensi dapat diproyeksikan dengan menggunakan aliran kas bebas. Aliran kas bebas yang ada dalam perusahaan dapat digunakan untuk dua kemungkinan yaitu untuk investasi kembali dan untuk menambah laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Risiko yang semakin meningkat membuat perusahaan menuntut laba yang lebih tinggi, sehingga dapat sebanding dengan risiko yang ditanggung perusahaan. Peluang investasi dapat diproyeksikan dengan menggunakan harga pasar terhadap nilai buku perusahaannya, ketika terjadi *overprice* menandakan saatnya untuk menjual saham sehingga laba meningkat. Ketiga faktor tersebut memiliki peluang untuk meningkatkan laba perusahaan, tetapi peningkatan laba tersebut mempunyai 2 kemungkinan terhadap kebijakan dividen. Artinya, peningkatan laba dapat digunakan untuk investasi kembali untuk masa depan perusahaan dan untuk dijadikan laba yang dibagikan kepada pemegang saham, sehingga adanya peningkatan laba tidak selalu meningkatkan dividen perusahaan. Oleh karena itu, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh aliran kas bebas, risiko sistematis, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder sebagai sumber data yang digunakan. Sampel penelitian sebanyak 19

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013 yang dipilih menggunakan metode *purposive sampling*.

Analisis data menggunakan uji regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis didapatkan *adjusted* $R^2 = 0,069$ dan $R^2 = 0,099$ serta persamaan regresi $Y = 0,475 - 0,228X_1 - 0,177X_2 - 0,212X_3 + e$. Setelah dilakukan uji regresi berganda, maka dilakukan uji hipotesis dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 5% (0,05) dan uji korelasi parsial *Pearson*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan, risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan, dan harga pasar terhadap nilai buku perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

PRAKATA

Puji syukur atas kehadiran Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Pengaruh Biaya Agensi, Risiko Sistematis, dan Peluang Investasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2013”. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan strata satu (S1) pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

Penyusunan skripsi ini tidak lepas dari bantuan dan kerjasama berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Dr. Mochammad Fathorrazi M.Si., selaku Dekan Fakultas Kedokteran Universitas Jember;
2. Prof. Tatang Ary Gumanti, M.Buss, Acc, Ph.D., selaku Dosen Pembimbing Utama dan Ariwan Joko N, SE, MM., selaku Dosen Pembimbing Anggota yang telah meluangkan waktu, pikiran, dan perhatian dalam penulisan skripsi ini;
3. Drs. Marmono S, M.Si., Ana Mufidah, SE. M.Si., dan Drs. Agus Priyono, MM., selaku Dosen Penguji yang telah meluangkan waktu, pemikiran dan perhatian dalam proses akhir penulisan skripsi ini;
4. Ibunda Lina Tumita dan Ayahanda Hery Goenari, yang tak henti-hentinya selalu memberikan doa dan dukungannya, berjuang keras dan menjadi sumber inspirasi bagi penulis untuk terus mengejar cita-cita dan memberikan yang terbaik;
5. Adekku tercinta Damara Oky Caesario dan Azzahra Mita Kumalasari serta seluruh keluarga besar atas segala do'a dan dukungan yang menjadi sumber energi untuk terus berkarya bagi semua;
6. Renno Dhany Saputra yang menjadi sumber semangat karena tiada hentinya setia menemani dan memberi dukungan dalam proses penyelesaian skripsi ini;

7. Negta, Vidya, Riesda, Almira, Rita, Andhi, Billy, Wahyu, Yayan, Firman, Fredo, Ade, Rifan, Andre, dan Otes yang telah setia memberi dukungan, selalu menjadi saudara, sahabat, bahkan orang tua saat sedang berada diperantauan, dan mengajarkan bahwa kami “GEO” sangat luar biasa;
8. Angkatan Manajemen Keuangan 2011 dan Angkatan Manajemen 2011 yang telah menggoreskan berbagai catatan tak terlupakan dalam kesejawatan ini;
9. Para staf dan pengajar di FE UJ yang telah memberikan banyak ilmu, bantuan, motivasi dan semangat selama penulis berada di fakultas ini;
10. Semua pihak yang telah membantu dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat disebut satu per satu, terima kasih atas bantuannya.

Penulis juga sangat menerima segala kritik dan saran dari semua pihak demi kesempurnaan penulisan karya tulis ini. Akhir kata penulis berharap semoga karya ini dapat memberikan manfaat bagi siapa saja yang membacanya.

Jember, 10 Maret 2015

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN	iii
HALAMAN PERSETUJUAN	iv
HALAMAN PENGESAHAN	v
HALAMAN PERSEMBAHAN	vi
MOTTO	vii
RINGKASAN	viii
PRAKATA	x
DAFTAR ISI	xii
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB 1. PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.4 Manfaat Penelitian	5
BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Kajian Teoritis	6
2.1.1 Kebijakan Dividen dan Teori Kebijakan Dividen	6
2.1.2 Biaya Agensi dan Kebijakan Dividen.....	9
2.1.3 Risiko Sistematis dan Kebijakan Dividen.....	10
2.2 Penelitian Terdahulu	12
2.3 Kerangka Konseptual Penelitian	19
2.4 Hipotesis Penelitian	20

2.4.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan	20
2.4.2 Pengaruh Risiko Sistematis terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan	21
2.4.3 Pengaruh Harga Pasar/Nilai Buku Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan.....	22
BAB 3. METODE PENELITIAN	
3.1 Rancangan Penelitian.....	23
3.2 Populasi dan Sampel Penelitian	23
3.3 Jenis dan Sumber Data	23
3.4 Identifikasi Variabel.....	24
3.5 Definisi Operasional dan Skala Pengukuran	24
3.6 Metode Analisa Data	25
3.6.1 Analisa Data.....	25
3.6.2 Uji Normalitas Data	27
3.6.3 Uji Regresi Linier Berganda	27
3.6.4 Uji Asumsi Klasik.....	27
3.6.5 Uji Hipotesis	28
3.7 Kerangka Pemecahan Masalah.....	30
BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN	
4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian.....	32
4.2 Analisis Data	32
4.2.1 Hasil Statistik Deskriptif.....	32
4.2.2 Uji Normalitas Data	34
4.2.3 Uji Asumsi Klasik.....	35
4.2.4 Korelasi Parsial	37
4.2.5 Regresi Linier Berganda	38

4.2.6 Uji Hipotesis	39
4.3 Pembahasan	40
4.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan	40
4.3.2 Pengaruh Risiko Sistematis terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan	41
4.3.3 Pengaruh Rasio Harga Pasar/Nilai Buku Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan	42
4.4 Keterbatasan	42
BAB 5. PENUTUP	
5.1 Kesimpulan	44
5.2 Saran	44
DAFTAR PUSTAKA	46
LAMPIRAN.....	50

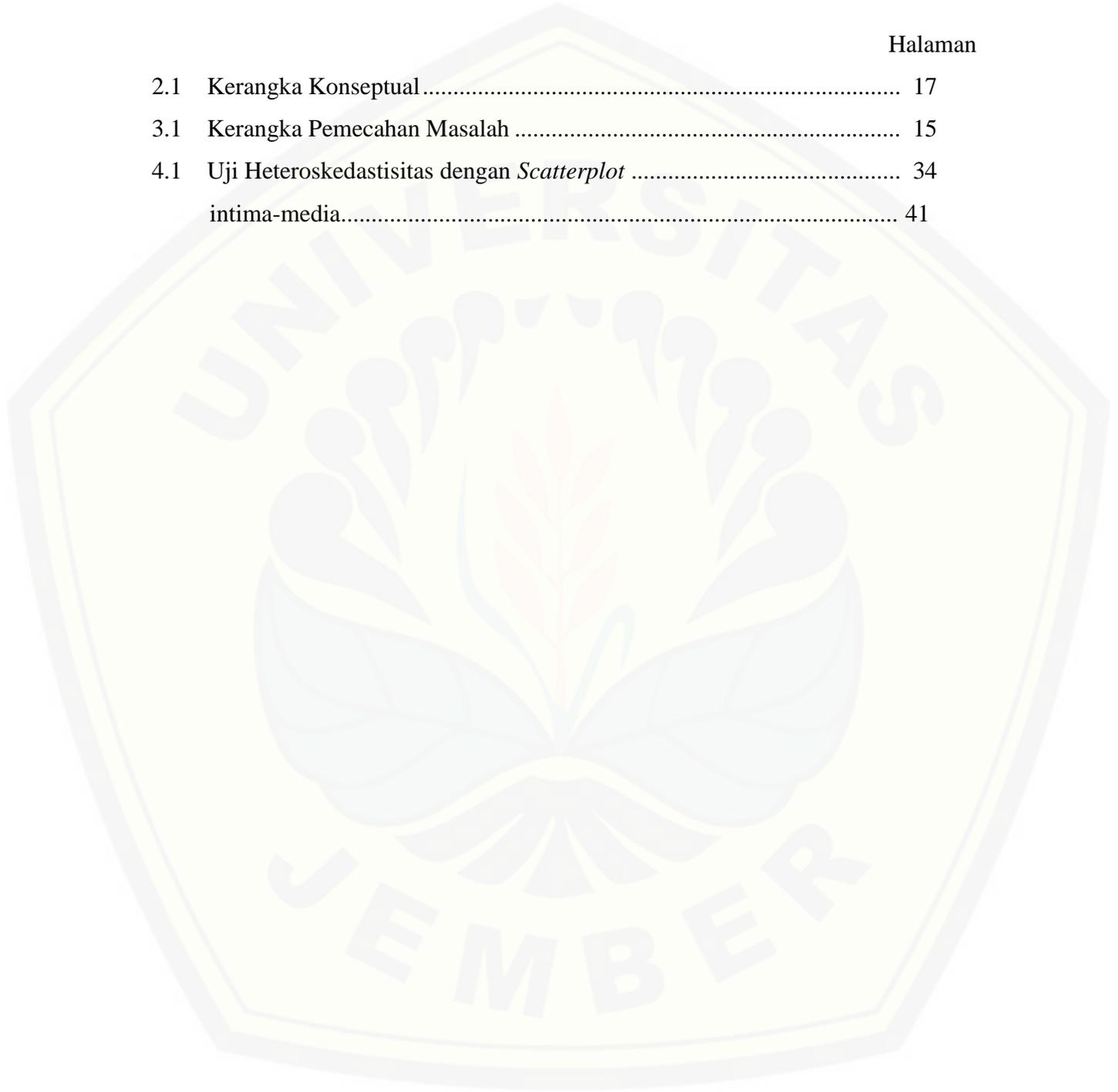
DAFTAR TABEL

	Halaman
2.1 Penelitian Terdahulu	16
4.1 Proses Pemilihan Sampel Penelitian	29
4.2 Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Perilaku	30
4.3 Hasil Uji Normalitas Data dengan <i>Kolmogorov Smirnov Test</i>	32
4.4 Hasil Nilai VIF untuk Uji Multikolinieritas	33
4.5 Hasil Korelasi Parsial Pearson.....	35
4.6 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda	36



DAFTAR GAMBAR

	Halaman
2.1 Kerangka Konseptual.....	17
3.1 Kerangka Pemecahan Masalah	15
4.1 Uji Heteroskedastisitas dengan <i>Scatterplot</i>	34
intima-media.....	41



DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
1. Daftar Perusahaan Sampel	47
2. Daftar Perhitungan Statistik Deskriptif.....	48
3. Uji Normalitas Data dengan <i>Kolmogorov Smirnov</i>	51
4. Hasil Uji Multikolinieritas dan Analisis Regresi Linier Berganda.....	52
5. Hasil Korelasi Parsial <i>Pearson</i>	53
6. Data Total Aset Tetap dan Rasio DER Perusahaan.. ..	54
7. Data Harga Perusahaan selama 2 Bulan Setiap Tahun pada Periode 2009-2013.....	48

BAB 1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang pembagian keuntungan bersih perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk saldo laba guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka perusahaan mengurangi total sumber dana internal perusahaan. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisis dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

Terdapat beberapa teori mengenai kebijakan dividen. Teori pertama adalah Teori Ketidakrelevan Dividen yang disampaikan oleh Miller dan Modigliani, dalam Brigham dan Houston (2006:70), dimana nilai dari sebuah perusahaan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aset bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba. Teori kedua, *Bird In the Hand Theory* dikemukakan oleh Gordon dan Lintner, dalam Brigham dan Houston (2006 : 70), dimana menurut teori ini tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang berasal dari saldo laba dibandingkan dengan penerimaan dan pembayaran dividen. Teori ketiga, Teori Preferensi Pajak yang menyatakan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah dari pada menerima pembayaran yang tinggi, apabila dihubungkan dengan pajak (Brigham dan Houston, 2006:70). Teori keempat adalah Hipotesis Kandungan Informasi yang menyatakan bahwa setiap orang, baik itu investor maupun manajer memiliki informasi yang identik tentang laba dan dividen perusahaan dimasa depan, tetapi pada kenyataannya investor yang berbeda akan memiliki pandangan yang berbeda mengenai baik tingkatan pembayaran-pembayaran tersebut dan para manajer memiliki informasi yang lebih

baik mengenai prospek-prospek masa depan dari pada pemegang saham publik. Teori kelima adalah Efek Pelanggan yang berpendapat bahwa kelompok atau pelanggan pemegang saham yang berbeda akan menyukai kebijakan pembayaran dividen dan berbeda-beda (Sjahrial, 2002).

Kelima teori tidak saling meniadakan karena masing-masing teori memiliki asumsi dan analisis yang berbeda. Artinya, teori tersebut memengaruhi keputusan yang diambil berdasarkan atas sudut pandang yang berbeda. Oleh karena itu, seorang manajer membutuhkan suatu ketelitian dan ketajaman dalam menggunakan teori tersebut sebagai landasan untuk membuat suatu keputusan kebijakan dividen sesuai dengan kondisi yang dialami perusahaan.

Martono dan Harjito (2005) berpendapat bahwa ada beberapa faktor yang dapat memengaruhi keputusan kebijakan dividen, yaitu adanya biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang investasi perusahaan. Biaya agensi akan timbul ketika terdapat masalah agensi antara pemegang saham dan manajer, yakni adanya perbedaan keinginan dalam pengelolaan aliran kas bebas. Aliran kas bebas dapat digunakan sebagai indikator dari biaya agensi karena ketika kemampuan aliran kas bebas perusahaan meningkat, maka akan semakin banyak kas yang ada dalam perusahaan, sehingga jika manajer menggunakan aliran kas bebas untuk kepentingan pribadi, maka akan menimbulkan masalah agensi dalam perusahaan. Aliran kas bebas yang tinggi membuat manajer cenderung membelanjakan aliran kas bebas tersebut dan dividen yang dibagikan akan semakin sedikit (Arifin, 2005:107).

Faktor lain yang memengaruhi kebijakan dividen adalah risiko sistematis (Martono dan Harjito, 2005). Risiko sistematis adalah ukuran kepekaan *return* sekuritas terhadap *return* pasar. Risiko sistematis menggambarkan risiko ketidakpastian pasar. Tingkat risiko sistematis yang tinggi mengakibatkan keuntungan yang diperoleh saat ini dan masa mendatang menjadi kurang pasti. Jika risiko sistematis perusahaan semakin tinggi, maka semakin rendah pula kemungkinan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal. Oleh karena

itu, perusahaan harus mampu membiayai kebutuhan perusahaan dengan dana internal, sehingga perusahaan akan memperbesar saldo laba dan mengurangi jumlah dividen (Tandelilin, 2001 : 69).

Faktor lain yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan adalah peluang investasi (Martono dan Harjito, 2005). Peluang investasi dapat diproyeksikan dengan menggunakan *Market To Book Value* (MTBV), karena MTBV merupakan perbandingan antara harga pasar dan nilai buku perusahaan yang menggambarkan ekspektasi pasar dalam menilai sebuah perusahaan. Nilai buku yang lebih kecil dari harga pasar mengakibatkan terjadinya *overprice*, dimana perusahaan akan menjual sahamnya, sehingga *return* yang diperoleh perusahaan meningkat diikuti oleh peningkatan risiko sistematis dan saldo laba, namun berkebalikan dengan dividen yaitu semakin menurun.

Banyak penelitian sudah dilakukan untuk mengkaji faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Anggit (2012) menunjukkan bahwa posisi uang kas bebas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan peluang investasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Prasetyo (2012) menunjukkan bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, peluang pasar berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan aliran kas bebas negatif tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) membuktikan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Amidu dan Abor (2006) menunjukkan risiko sistematis dan harga pasar terhadap nilai buku perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hasil beberapa penelitian diatas menggambarkan bahwa terdapat pro kontra terhadap faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Pro kontra tersebut terlihat pada perbedaan hasil penelitian biaya agensi (aliran kas bebas) dan peluang pasar (nilai pasar terhadap nilai buku) sedangkan faktor yang konsisten berpengaruh terhadap kebijakan dividen adalah risiko sistematis.

Berdasarkan hal tersebut menarik untuk dilakukan kaji ulang dengan menggunakan data berbeda dengan tahun terbaru. Oleh karena itu, penelitian ini menguji pengaruh aliran kas bebas, risiko sistematis, dan rasio nilai pasar/nilai buku perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan sebagai fokus dari penelitian.

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Penelitian ini menggunakan perusahaan manufaktur karena merupakan perusahaan yang mempunyai populasi yang besar sehingga memudahkan untuk menentukan sampel penelitian dan keseragaman data terkait rasio-rasio yang diteliti.

1.2 Rumusan Masalah

Lima teori kebijakan dividen menawarkan implikasi yang bertentangan kepada manajer perusahaan. Oleh karena itu, manajer harus bisa menentukan kebijakan dividen sesuai dengan keinginan investor berdasarkan kondisi yang dialami oleh perusahaan. Beberapa penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi kebijakan dividen menunjukkan adanya ketidak-konsistenan hasil. Prasetyo (2012) menunjukkan risiko sistematis berpengaruh negatif, dan MTBV berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Arieska dan Gunawan (2011) menunjukkan aliran kas bebas berpengaruh negatif, dan peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Artinya, penelitian ini mempunyai peluang untuk membuktikan adanya ketidak-konsistenan hasil penelitian tersebut.

Berdasarkan uraian diatas, pokok permasalahan sebagai berikut:

- 1) Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
- 2) Apakah risiko sistematis berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
- 3) Apakah rasio nilai pasar/nilai buku perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Mengacu pada rumusan masalah diatas, tujuan dari penelitian ini adalah :

- 1) Untuk menguji pengaruh aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan.
- 2) Untuk menguji pengaruh risiko sistematis terhadap kebijakan dividen perusahaan.
- 3) Untuk menguji pengaruh rasio harga pasar/nilai buku perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis kepada beberapa pihak, yaitu perusahaan manufaktur, investor, dan bagi peneliti selanjutnya.

- 1) Bagi perusahaan manufaktur

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai bahan untuk memberikan wacana bagi manager di Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI agar lebih memahami tentang faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan faktor apa yang paling kuat pengaruhnya terhadap kebijakan dividen.

- 2) Bagi investor

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai bahan untuk mengetahui kebijakan dividen mana yang sesuai dengan keinginan investor.

- 3) Bagi peneliti selanjutnya

Hasil penelitian dapat digunakan sebagai bahan informasi yang diperlukan dan perbandingan bagi peneliti di masa yang akan datang.

BAB 2. TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Kajian Teoritis

2.1.1 Kebijakan Dividen dan Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah saldo laba sebagai sumber pendanaan. Semakin besar saldo laba semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran dividen. Alokasi penentuan laba sebagai saldo laba dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen (Horne dan Wachowicz, 1997). Secara definisi, kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan memperkecil laba yang tidak dibagi kepada pemegang saham dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan (Sartono 2001:281).

Perusahaan yang mendapatkan laba, laba tersebut dapat diinvestasikan kembali ke dalam aset operasi, digunakan untuk melunasi hutang, atau didistribusikan kepada pemegang saham. Jika keputusan yang diambil adalah mendistribusikan laba kepada pemegang saham, maka akan ada beberapa permasalahan yang akan hadir, yaitu jumlah yang sebaiknya didistribusikan dalam bentuk dividen atau melalui pembelian saham kembali, dan pendistribusian dilakukan dengan stabil setiap tahun atau tidak. Ada beberapa teori yang dikembangkan untuk menjelaskan bagaimana investor memandang dividen saat ini dibandingkan dengan pertumbuhan masa depan.

1) Teori Ketidakrelevan Dividen

Miller dan Modigliani (MM) (1958) berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. MM berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivananya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo ditahan. Secara teori setiap pemegang saham dapat membuat kebijakan dividennya sendiri. Contoh, jika sebuah perusahaan tidak membayarkan dividennya, seorang pemegang saham yang ingin mendapatkan dividen 5% dapat menciptakannya dengan menjual 5% sahamnya. Sebaliknya jika sebuah perusahaan membayarkan dividen yang lebih tinggi daripada yang diinginkan oleh investor, investor tersebut dapat menggunakan dividen yang tidak diinginkan untuk membeli tambahan saham perusahaan. Jika para investor dapat membeli dan menjual saham dan akibatnya menciptakan kebijakan dividen sendiri tanpa mengeluarkan biaya, maka kebijakan dividen perusahaan menjadi benar-benar ketidakrelevan (Brigham dan Houston, 2006:70).

2) *Bird In the Hand Theory*

Gordon dan Lintner (1956) berpendapat bahwa tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang berasal dari saldo laba dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen.

3) Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa investor mungkin akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah daripada menerima pembayaran yang tinggi : (1) Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak lebih rendah dibanding keuntungan dividen. Oleh sebab itu, investor yang kaya (yang memiliki saham lebih banyak dan menerima sebagian besar dividen) mungkin lebih menyukai perusahaan yang menahan dan menanamkan kembali labanya kedalam bisnis. Pertumbuhan laba mungkin akan mengarah pada kenaikan harga dan akibatnya keuntungan modal yang pajaknya

rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi (2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual, karena adanya pengaruh nilai waktu. (3) Jika sudah saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal dunia, keuntungan modal saham tersebut tidak akan dikenakan pajak sama sekali, para ahli waris yang menerimanya dapat menggunakan nilai saham pada saat kematian sebagai dasar harga perolehan mereka sehingga sepenuhnya terhindar dari pajak keuntungan modal (Brigham dan Houston, 2006:71).

4) Hipotesis Kandungan Informasi

Miller dan Modigliani, dalam Brigham dan Houston, (2006:75), berasumsi bahwa setiap orang, baik itu investor maupun manajer memiliki informasi yang identik tentang laba dan dividen perusahaan dimasa depan, akan tetapi pada kenyataannya investor yang berbeda akan memiliki pandangan yang berbeda mengenai baik tingkatan pembayaran dividen dimasa depan maupun ketidakpastian yang inheren didalam pembayaran-pembayaran tersebut dan para manajer memiliki informasi yang lebih mengenai prospek-prospek masa depan daripada pemegang saham publik. Adanya peningkatan dividen seringkali disertai dengan peningkatan harga saham. Sedangkan pemotongan dividen biasanya akan mengarah pada penurunan harga saham. Hal ini dapat menjadi indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen daripada keuntungan modal. Akan tetapi, Miller dan Modigliani berpendapat sebaliknya. Mereka mencatat fakta-fakta bahwa perusahaan memiliki keenganan untuk memotong dividen, sehingga tidak akan menaikkan dividen, kecuali jika perusahaan tersebut mengantisipasi laba yang lebih tinggi dimasa mendatang. Jadi Miller dan Modigliani berpendapat bahwa kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan adalah suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan laba masa depan yang baik. Sebaliknya, pengurangan dividen atau peningkatan yang lebih kecil daripada yang diharapkan ialah suatu sinyal bahwa manajemen sedang meramalkan laba yang buruk dimasa depan. Jadi Miller dan Modigliani berpendapat bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam kebijakan dividen tidak sepenuhnya menunjukkan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada saldo laba. Sebaliknya, mereka berpendapat bahwa

perubahan harga setelah tindakan-tindakan dividen yang diambil menunjukkan bahwa terdapat kandungan informasi yang penting didalam pengumuman dividen.

5) Efek Pelanggan

Kelompok atau pelanggan pemegang saham yang berbeda akan menyukai kebijakan pembayaran dividen yang berbeda-beda. Jika sebuah perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membayarkan dividen, para pemegang saham yang membutuhkan laba saat ini akan berada dalam posisi yang kurang menguntungkan. Nilai dari saham mereka akan naik, tetapi mereka harus menjual beberapa saham mereka. Para pemegang saham yang menabung dan bukannya mengharapkan dividen lebih menyukai kebijakan dividen yang rendah, karena semakin kecil dividen yang membayarkan oleh perusahaan, maka semakin kecil pajak saat ini yang harus dibayarkan oleh pemegang saham dan semakin kecil pekerjaan yang harus mereka lakukan untuk menginvestasikan dividen setelah pajak mereka kembali. Karena itu investor yang menginginkan laba investasi saat ini sebaiknya memiliki saham di perusahaan-perusahaan dengan pembayaran dividen yang tinggi, sedangkan investor yang tidak membutuhkan laba investasi saat ini sebaiknya memiliki saham di perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah (Brigham dan Houston, 2006:77)

2.1.2 Biaya Agensi dan Kebijakan Dividen

Hubungan agensi ialah suatu kontrak dimana didalamnya terdapat satu orang atau lebih sebagai investor (prinsipal) dan melibatkan orang lain (agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal dan kepadanya diberikan kekuasaan untuk pengambilan keputusan. Adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengolahan tersebut dapat mengakibatkan timbulnya masalah agensi, karena adanya pemisahan itu akan menimbulkan konflik kepentingan manajer perusahaan. Masalah agensi antara pemegang saham dan manajer potensial terjadi jika manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, sebaliknya manajer bisa saja bertindak tidak untuk kepentingan pemegang saham tetapi untuk kepentingan kemakmuran individu manajer, keselamatan kerja

dan keuntungan lainnya, yang semuanya dibebankan atas biaya perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976:81).

Masalah agensi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah, sedangkan jumlah aliran kas bebas-nya tinggi. Jika kondisi ini muncul manajer cenderung akan membelanjakan aliran kas bebas-nya tersebut dan bukannya membagikannya kepada pemegang saham. Investor memahami adanya insentif seperti ini, maka mereka akan menilai rendah perusahaan yang manajernya banyak menyimpan kas dan untuk memberi nilai tinggi perusahaan. Manajer berusaha memperkecil jumlah kas yang ada di perusahaan dengan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham (Arifin, 2005:107).

2.1.3 Risiko sistematis dan Kebijakan Dividen

Fahmi (2006:103) menyatakan risiko adalah suatu ketidakpastian. Pemodal yang berinvestasi akan mendapatkan *return* masa datang dengan nilai yang belum diketahui. Risiko dalam investasi dilihat sebagai variabilitas *return* realisasi terhadap *return* yang diharapkan. Risiko dalam investasi selalu ada, para pemodal akan selalu memperhatikan terhadap risiko yang mungkin bisa terjadi. Bagi berbisnis tertentu dalam situasi penuh risiko ia memperoleh banyak keuntungan.

Jika investor dihadapkan pada dua pilihan investasi yang berisiko maka proses pemilihannya ialah sebagai berikut. Jika risiko kedua investasi sama, maka yang dipilih ialah yang lebih tinggi ekspektasi *return*nya, sedangkan jika kedua investasi sama ekspektasi *return*nya, maka yang dipilih ialah yang lebih rendah risikonya. Namun jika kedua investasi memiliki *return* dan risiko yang berbeda, maka pemilihannya tergantung pada keberanian (kemauan) investor dalam menanggung risiko (Arifin, 2005:24).

Kebijakan stabilitas dividen sangat penting, sehingga diperlukan kehati-hatian bagi manajer dalam menentukan tingkat rasio pembayaran yang diharapkan mampu menjamin stabilitasnya dimasa-masa mendatang. Tingkat risiko yang tinggi mengakibatkan keuntungan yang diperoleh saat ini dan masa mendatang menjadi kurang pasti. Berdasarkan teori "*risk and return*" menjelaskan bahwa apabila risiko yang dihadapi oleh investor semakin tinggi, maka *return* yang

dituntut oleh investor akan semakin tinggi pula. Konsep tersebut sesuai dengan salah satu model penilaian investasi tentang terminologi risiko sistematis. Risiko sistematis ialah ukuran kepekaan *return* sekuritas terhadap *return* pasar. Semakin tinggi risiko sistematis suatu sekuritas, maka semakin tinggi kepekaan *return* sekuritas terhadap perubahan *return* pasar. Risiko sistematis perusahaan semakin tinggi risiko, semakin rendah kemungkinan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu membiayai dengan dana internal, sehingga perusahaan akan memperbesar saldo laba dan mengurangi jumlah dividen (Tandelilin, 2001:69).

Larry dan James (1995) menyatakan bahwa risiko sistematis yang semakin tinggi menyebabkan perusahaan akan menghadapi kendala berupa kesulitan memperoleh dana eksternal. Hal tersebut disebabkan biaya yang ditanggung untuk memperoleh dana eksternal sangat tinggi. Oleh karena itu, perusahaan akan mengambil kebijakan menahan dana internal dalam proporsi yang lebih besar untuk keperluan investasi, sehingga mengurangi besarnya pembayaran dividen.

2.1.4 Peluang Investasi dan Kebijakan Dividen

Investasi ialah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa datang. Seorang investor membeli sejumlah saham ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen dimasa yang akan datang, sebagai imbalan atas waktu dan risiko yang terkait dengan investasi tersebut (Tandelilin, 2001:3). D'Souza dan Atul (1999) menyatakan bahwa untuk memperkirakan besarnya peluang investasi yang akan diperoleh perusahaan pada masa mendatang dapat diprediksikan berdasarkan perbandingan antara nilai pasar saham dengan nilai buku aktiva perusahaan dan tingkat pertumbuhan perusahaan.

Brigham dan Houston (2006:110) menyatakan bahwa salah satu rasio yang dapat memberikan indikasi kepada manajemen mengenai apa yang dipikirkan oleh investor tentang kinerja masa lalu dan prospek perusahaan di masa mendatang

ialah rasio antar harga pasar saham terhadap nilai bukunya. Rasio atas harga pasar saham terhadap nilai buku juga akan memberikan indikasi yang lain tentang bagaimana investor memandang perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pengembalian ekuitas yang relatif biasanya menjual dengan perkalian nilai buku yang lebih besar jika dibandingkan dengan perusahaan yang pengembaliannya rendah.

Kesempatan untuk melakukan *reinvestment* akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Collins dan Atul (1999) menyatakan bahwa apabila perusahaan memperoleh kesempatan investasi yang menguntungkan pada masa mendatang, maka perusahaan akan mengurangi tingkat pembayaran dividen, begitu pula sebaliknya. Itu berarti apabila *return* yang diperoleh dari investasi lebih besar daripada *return* pasar. Maka manajer akan menahan keuntungan untuk investasi dan mengurangi distribusi keuntungan dalam bentuk dividen. Dividen akan dibagikan oleh manajer apabila *return* pasar lebih tinggi dibandingkan dengan *return* dari investasi.

Rasio harga pasar terhadap nilai buku yang rendah dan terus jatuh menunjukkan bahwa investor semakin tidak optimis terhadap profitabilitas masa depan perusahaan, sehingga akan memengaruhi jumlah dividen tunai yang dibayarkan kepada pemegang saham.

2.2 Penelitian Terdahulu

Kebijakan dividen perusahaan salah satu fokus penting dalam mengambil keputusan dalam sebuah perusahaan, untuk mengambil keputusan dalam kebijakan dividen membutuhkan pertimbangan-pertimbangan. Hal tersebut menjadikan kebijakan dividen perusahaan menjadi salah satu objek penelitian yang banyak digunakan oleh peneliti.

Suharli (2005) menguji pengaruh *return on investment*, *return on equity*, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2003 dengan sampel sebanyak 160 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan ROI dan ROE berpengaruh positif,

sedangkan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap jumlah pembagian dividen perusahaan.

Amidu dan Abor (2006) menguji pengaruh profitabilitas, risiko pasar, aliran kas bebas, dan peluang pasar terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di *Ghana Stock Exchange* periode 1998-2003 dengan sampel sebanyak 22 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas dan aliran kas bebas berpengaruh positif, sedangkan risiko pasar dan peluang pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Djumahir (2009) menguji pengaruh biaya agensi, tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2008 dengan sampel sebanyak 43 perusahaan. Variabel penelitian meliputi kebijakan dividen, kepemilikan institusional, aliran kas bebas, tahap daur hidup perusahaan, dan peluang investasi (pertumbuhan dan harga pasar/nilai buku perusahaan). Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional, aliran kas bebas, dan tahap daur hidup perusahaan berpengaruh negatif, sedangkan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Duha (2009) menguji beberapa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada negara *Gulf Co-operation Council* (Kuwait, Saudi Arabia, Oman, Qatar, dan Bahrain) periode 1999-2003 dengan sampel penelitian sebanyak 191 perusahaan. Variabel penelitian meliputi rasio pembayaran dividen, kepemilikan pemerintah, aliran kas bebas, ukuran perusahaan, dan peluang investasi. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan pemerintahan berpengaruh negatif, ukuran perusahaan berpengaruh positif, aliran kas bebas dan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Zahro (2009) menguji pengaruh peluang investasi terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007 dengan sampel sebanyak 132 perusahaan. Hasil Penelitian menunjukkan peluang investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Afza dan Mirza (2010) menguji pengaruh struktur kepemilikan dan aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan di Pakistan dengan sampel sebanyak 100 perusahaan di *Karachi Stock Exchange* periode 2005-2007. Variabel penelitian meliputi kepemilikan manajerial, kepemilikan individu, dan aliran kas bebas. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan individu berpengaruh negatif, sedangkan aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Haryyeti dan Ririn (2012) menguji pengaruh profitabilitas, peluang investasi dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2009 dengan sampel sebanyak 17 perusahaan. Variabel penelitian meliputi rasio pembayaran dividen, *return on investment*, *capital expenditure to book value assets*, dan pertumbuhan laba. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas/ROI berpengaruh positif, peluang investasi tidak berpengaruh, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Anggit (2012) mengujipengaruh posisi kas, ukuran perusahaan, peluang investasi, kepemilikan, dan *return on asset* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011, dengan sampel sebanyak 15 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan ROA dan kepemilikan berpengaruh positif, ukuran perusahaan dan posisi kas berpengaruh negatif, dan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Jurica dan Lilyana (2012) menguji pengaruh aliran kas bebas dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2009 dengan sampel sebanyak 70 perusahaan. Variabel penelitian meliputi rasio pembayaran dividen, aliran kas bebas, dan struktur kepemilikan (institusional, keluarga, dan asing). Hasil penelitian menunjukkan aliran kas bebas berpengaruh positif, kepemilikan institusional berpengaruh negatif, kepemilikan keluarga berpengaruh positif, dan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Putri (2012) menguji pengaruh *earning per share*, *debt to equity ratio* dan risiko sistematis terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Indeks

LQ45 selama periode 2007-2011 dengan sampel sebanyak 20 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan EPS berpengaruh positif, DER dan risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Lopolusi (2013) menguji pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, utang, pertumbuhan, dan aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 dengan sampel sebanyak 21 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas, likuiditas, utang, dan pertumbuhan tidak berpengaruh, ukuran perusahaan berpengaruh negatif, dan aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Indah dan Made (2014) menguji pengaruh peluang investasi, *leverage*, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012 dengan sampel 72 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan peluang investasi (MTBV) dan *leverage* berpengaruh negatif, sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu

Nama	Judul	Hasil Penelitian
Suharli (2005)	Pengaruh <i>return on invesment</i> , <i>return on equity</i> , dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2001-2003	Hasil penelitian menunjukkan ROI dan ROE berpengaruh positif, sedangkan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap jumlah pembagian dividen perusahaan
Amidu dan Abor (2006).	Pengaruh profitabilitas, risiko pasar, aliran kas bebas, dan peluang pasar terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di <i>Ghana Stock Exchange</i> periode 1998-2003	Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas dan aliran kas bebas berpengaruh positif, sedangkan risiko pasar dan peluang pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan
Djumahir (2009)	Pengaruh biaya agensi, tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2008	Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional, aliran kas bebas, dan tahap daur hidup perusahaan berpengaruh negatif, sedangkan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
Duha (2009)	Pengaruh beberapa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada negara <i>Gulf Co-operation Council</i> (Kuwait, Saudi Arabia, Oman, Qatar, dan Bahrain) periode 1999-2003	Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan pemerintahan berpengaruh negatif, ukuran perusahaan berpengaruh positif, aliran kas bebas dan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Zahro (2009)	Pengaruh peluang investasi terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007	Hasil Penelitian menunjukkan peluang investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan
Afza dan Mirza (2010)	Pengaruh struktur kepemilikan dan aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan di Pakistan yang terdaftar di <i>Karachi Stock Exchange</i> periode 2005-2007	Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan manajerial dan kepemilikan individu berpengaruh negatif, sedangkan aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
Haryyeti dan Ririn (2012)	Pengaruh profitabilitas, peluang investasi dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan ILQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2009	Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas/ROI berpengaruh positif, peluang investasi tidak berpengaruh, dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
Anggit (2012)	Pengaruh posisi kas, ukuran perusahaan, peluang investasi, kepemilikan, dan <i>return on asset</i> terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2011	Hasil penelitian menunjukkan ROA dan kepemilikan berpengaruh positif, ukuran perusahaan dan posisi kas berpengaruh negatif, dan peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
Jurica dan Lilyana (2012)	Pengaruh aliran kas bebas dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2009	Hasil penelitian menunjukkan aliran kas bebas berpengaruh positif, kepemilikan institusional berpengaruh negatif, kepemilikan keluarga berpengaruh positif, dan kepemilikan asing berpengaruh

		positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.
Putri (2012)	Pengaruh <i>earning per share</i> , <i>debt to equity ratio</i> dan risiko sistematis terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Indeks LQ45 dividen perusahaan.	Hasil penelitian menunjukkan EPS berpengaruh positif, DER dan risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan
Lopolusi (2013)	Pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, utang, pertumbuhan, dan aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011	Hasil penelitian menunjukkan profitabilitas, likuiditas, utang, dan pertumbuhan tidak berpengaruh, ukuran perusahaan berpengaruh negatif, dan aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan
Indah dan Made (2014)	Pengaruh peluang investasi, <i>leverage</i> , dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012	Hasil penelitian menunjukkan peluang investasi (MTBV) dan <i>leverage</i> berpengaruh negatif, sedangkan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan

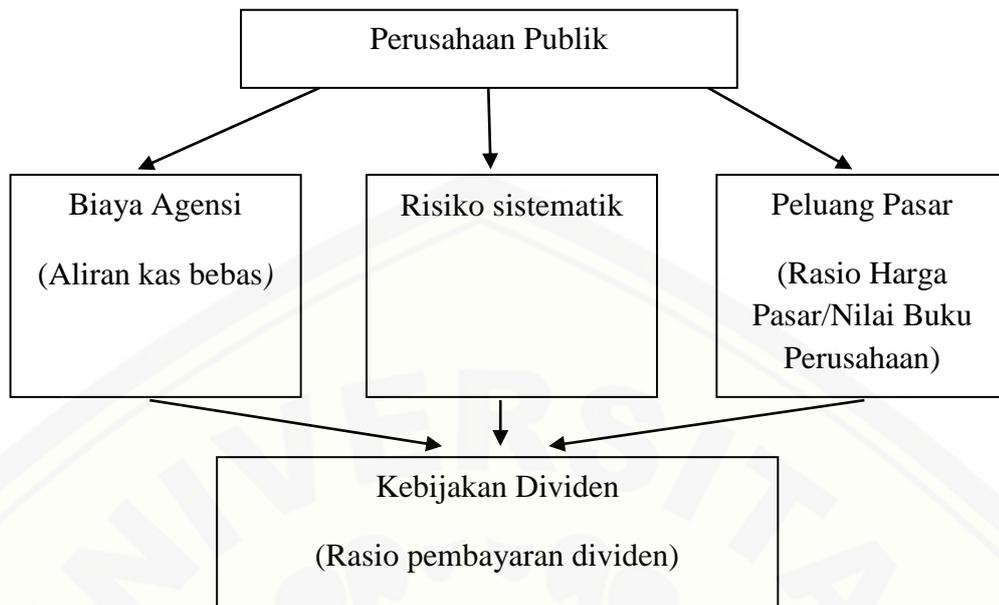
Beberapa penelitian terdahulu menunjukkan adanya ketidak-konsistenan variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Variabel yang memiliki hasil konsisten berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen adalah variabel ROI, ROE, ROA, EPS, DER, kepemilikan dan risiko sistematis sesuai dengan penelitian Suharli (2005), Djumahir (2009), Haryetti dan Ririn (2012), Anggit (2012) dan Putri (2012). Sedangkan variabel yang konsisten tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan adalah peluang investasi seperti pada penelitian Amidu dan Abor (2006), Djumahir (2009), Duha (2009), dan Indah dan Made (2014). Selain beberapa variabel tersebut, ada

variabel yang menimbulkan hasil pro-kontra yaitu aliran kas bebas, karena ada penelitian yang menyatakan aliran kas bebas tidak signifikan seperti pada penelitian Duha (2009) dan Mirza dan Afza (2010). Tetapi Djumahir (2009), Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) menyatakan bahwa aliran kas bebas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.3 Kerangka Konseptual Penelitian

Perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang saham mempertimbangkan beberapa faktor. Aliran kas bebas memengaruhi kebijakan dividen, karena semakin banyak kas bebas maka akan ada peluang manajer menggunakan kas tersebut untuk keperluan pribadinya sehingga manajer memutuskan untuk memperbanyak kas sehingga dividen akan semakin kecil. Risiko sistematis berkaitan dengan ketidakpastian pengembalian yang akan diterima perusahaan. Adanya risiko sistematis yang semakin tinggi menyebabkan perusahaan akan menghadapi kendala berupa kesulitan memperoleh dana eksternal. Hal tersebut terjadi karena biaya yang ditanggung untuk memperoleh dana eksternal sangat tinggi. Untuk itu perusahaan akan mengambil kebijakan menahan dana internal dalam proporsi yang lebih besar untuk keperluan investasi, sehingga mengurangi besarnya pembayaran dividen. Apabila perusahaan memperoleh kesempatan investasi yang menguntungkan pada masa mendatang, maka perusahaan akan mengurangi tingkat pembayaran dividen, begitu pula sebaliknya. Itu berarti apabila *return* yang diperoleh dari investasi lebih besar daripada *return* pasar. Maka manajer akan menahan keuntungan untuk investasi dan mengurangi distribusi keuntungan dalam bentuk dividen. Dividen akan dibagikan oleh manajer apabila *return* pasar lebih tinggi dibandingkan dengan *return* dari investasi.

Berdasarkan kajian teoritis diatas dan penelitian-penelitian sebelumnya yang telah diuraikan, kerangka konseptual dalam penelitian ini diilustrasikan dalam Gambar 2.1 berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual menggambarkan cara untuk membuktikan bahwa biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ketiga variabel bebas tersebut, yaitu aliran kas bebas, risiko sistematis, dan rasio harga pasar/nilai buku perusahaan diuji dengan menggunakan uji regresi berganda terhadap variabel terikat yaitu kebijakan dividen perusahaan yang diproyeksikan dengan rasio pembayaran dividen.

2.4 Hipotesis Penelitian

2.4.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Masalah agensi antara pemegang saham manajer potensial terjadi jika manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, sebaliknya manajer bisa saja bertindak tidak untuk kepentingan pemegang saham tetapi untuk kepentingan kemakmuran individu manajer keselamatan kerja dan keuntungan lainnya, yang semuanya dibebankan atas biaya perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976:81).

Masalah agensi menjadi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah aliran kas bebasnya tinggi. Jika kondisi ini muncul manajer cenderung akan membelanjakan kas bebas tersebut dan bukannya membagikannya kepada pemegang saham. Investor memahami adanya insentif seperti ini, maka mereka akan menilai rendah perusahaan yang manajernya banyak menyimpan kas dan untuk memberi nilai tinggi perusahaan. Manajer berusaha memperkecil jumlah kas yang ada di perusahaan dengan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Artinya, bahwa ada hubungan terbalik antara FCF dan besarnya dividen. Semakin meningkat FCF, dividen yang diberikan semakin menurun. (Arifin, 2005:107). Oleh karena itu, manajer mengupayakan agar aliran kas bebas digunakan untuk penambahan dividen, karena dapat meminimalisir adanya biaya agensi. Sehingga semakin besar aliran kas bebasnya, maka dividen yang dibagikan semakin tinggi.

Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) membuktikan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₁ : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan

2.4.2 Pengaruh Risiko Sistemik terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Tingkat risiko yang tinggi mengakibatkan keuntungan yang diperoleh saat ini dan masa mendatang menjadi kurang pasti. Berdasarkan teori “*risk and return*” menjelaskan bahwa apabila risiko yang dihadapi oleh investor semakin tinggi, maka *return* yang dituntut oleh investor akan semakin tinggi pula. Semakin tinggi risiko sistemik suatu sekuritas, semakin tinggi kepekaan *return* sekuritas terhadap perubahan return pasar, sehingga semakin rendah kemungkinan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu membiayai dengan dana internal, sehingga perusahaan akan memperbesar saldo laba dan mengurangi jumlah dividen. Artinya, semakin tinggi risiko sistemik saham perusahaan semakin rendah kebijakan dividen, dengan kata lain

ada hubungan terbalik antara risiko sistematis dan kebijakan dividen (Tandelilin, 2001 : 69).

Amidu dan Abor (2006) dan Putri (2012) membuktikan risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₂ : Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

2.4.3 Pengaruh Harga Pasar/Nilai Buku Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) memberikan suatu penilaian cara investor melihat kinerja perusahaan dan menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang wajar terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Rasio MTBV yang rendah dan terus jatuh menunjukkan bahwa investor semakin tidak optimis terhadap profitabilitas masa depan perusahaan, sehingga akan memengaruhi jumlah dividen tunai yang dibayarkan kepada pemegang saham. Artinya, semakin besar MTBV maka dapat dikatakan nilai buku perusahaan lebih kecil dari harga pasar perlembar maka terjadi *overprice* dan saatnya menjual. Hal tersebut akan mengakibatkan *return* meningkat, dan menandakan risiko sistematis akan meningkat juga sehingga dividen menurun (Pontiff dan Schall, 1998).

Amidu dan Abor (2006), Zahro (2009), dan Indah dan Made (2014) membuktikan harga pasar terhadap nilai buku perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H₃ : Rasio harga pasar terhadap nilai buku berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

BAB 3. METODE PENELITIAN

3.1 Rancangan Penelitian

Jenis penelitian merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan data sekunder yang didapatkan dari Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini merupakan penelitian deskriptif, karena penelitian menggambarkan dan menjelaskan pengaruh biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang pasar terhadap kebijakan dividen perusahaan.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini ialah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan metode *Purposive sampling*. Adapun kriteria-kriteria tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan selalu membagikan dividen pada periode 2009-2013, karena penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai bahasan, untuk mengetahui besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham.
- b. Perusahaan membagikan dividen lebih tinggi setiap tahunnya pada periode 2009-2013. Kriteria ini untuk membuktikan bahwa peningkatan dividen yang terjadi disertai dengan naiknya aliran kas bebas dan penurunan risiko sistematis maupun harga pasar terhadap nilai buku perusahaan.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini ialah data sekunder berupa laporan keuangan periode 2009-2013 yang diambil dari sumber data tersedia di Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan ini akan digunakan untuk memperoleh data dari masing-masing variabel penelitian, dengan metode yang sesuai dengan kebutuhan penelitian. Variabel aliran kas bebas dan harga pasar terhadap nilai buku perusahaan menggunakan metode *pooling* data atau penggabungan, sedangkan untuk variabel risiko sistematis menggunakan metode *time series*.

3.4 Identifikasi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen (Y) ialah variabel yang menjadi perhatian utama peneliti (Sekaran, 2006 : 116), sedangkan variabel independen (X) ialah variabel yang memengaruhi variabel dependen, secara positif atau negatif (Sekaran, 2006 : 117).

- Y : Rasio Pembayaran Dividen
- X1 : Aliran Kas Bebas
- X2 : Risiko Sistematis
- X3 : Harga Pasar terhadap Nilai Buku

3.5 Definisi Operasional dan Skala Pengukuran

Berdasarkan permasalahan dan tujuan penelitian yang telah dikemukakan, maka jenis dan definisi operasional variabel yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- 1) Rasio pembayaran dividen adalah rasio untuk menentukan jumlah saldo laba yang digunakan perusahaan sebagai sumber pendanaan dan laba yang dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen.
- 2) Aliran kas bebas merupakan arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemilik saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Rasio aliran kas bebas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memiliki aliran kas bebas.
- 3) Risiko sistematis menunjukkan kepekaan keuntungan suatu saham terhadap perubahan keuntungan rata-rata saham di pasar, untuk menghitung risiko sistematis dibutuhkan *return* market (R_m) dan *return* saham (R_i).
- 4) Rasio harga pasar/nilai buku perusahaan memberikan indikasi pemikiran tentang kinerja masa lalu dan prospek perusahaan dimasa mendatang. Sehingga, rasio ini dapat digunakan untuk mengukur kemampuan menilai

keberhasilan suatu investasi dengan melihat rasio harga saham dengan nilai buku perusahaan.

3.5.1 Skala Pengukuran

Skala pengukuran dalam penelitian ini menggunakan skala rasio untuk menghitung semua variabelnya, yaitu rasio pembayaran dividen, aliran kas bebas, risiko sistematis, dan rasio harga pasar/nilai buku perusahaan. Skala rasio adalah alat untuk mengukur arah (muatan), dari perbedaan antar titik pada skala dan menentukan proporsi dalam perbedaannya.

3.6 Metode Analisis Data

3.6.1 Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian untuk menguji pengaruh aliran kas bebas, risiko sistematis dan harga pasar terhadap nilai buku perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen digunakan analisis sebagai berikut:

1) Rasio pembayaran dividen

Ang (1997) menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen merupakan perbandingan antara *dividend per share* dan *earnings per share*. Jadi, secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividend per share* terhadap pertumbuhan *earnings share*. Berikut adalah rumus dari rasio pembayaran dividen :

$$DPR = \frac{Dividend/share}{Earnings/share}$$

2) Aliran kas bebas

Syahrul dan Nizar (2000) merumuskan aliran kas bebas sebagai berikut:

$$FCF = \text{Arus Kas dari Operasi} + \text{Bunga Setelah Pajak} - \text{Belanja Modal}$$

Arus kas operasi = Laba bersih + Penyusutan

Bunga setelah pajak = Beban-beban keuangan

Belanja modal = Pembelian aset tetap/investasi

Aliran kas bebas dalam penelitian dibagi dengan total aset pada setiap periode dengan tujuan untuk menghindari nilai ekstrim pada perusahaan-

perusahaan yang dijadikan sampel (Agustia, 2013). Rumus yang digunakan untuk mengukur FCF adalah sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Arus Kas dari Operasi} + \text{Bunga Setelah Pajak} - \text{Belanja Modal}}{\text{Total Aset}}$$

3) Risiko Sistemik

Berikut adalah rumus risiko sistemik:

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

R_{it} : Return saham bulanan

P_{it} : Harga (nilai) saham i pada akhir periode t

P_{it-1} : Harga (nilai) saham i pada akhir periode t-1

R_M dapat dicari dengan melihat Indeks Harga Saham Sektor Manufaktur di BEI dan secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{MAN_{it} - MAN_{it-1}}{MAN_{it-1}}$$

R_{MT} : Return market pada bulan t

MAN_t : Indeks harga saham sektor manufaktur t

MAN_{t-1} : Indeks harga saham sektor manufaktur t-1

Risiko sistemik dihitung dengan rumus sebagai berikut (Gumanti : 2011):

$$\beta_i = \frac{COVAR (R_i, R_m)}{\sigma^2 (R_m)}$$

4) Harga Pasar terhadap Nilai Buku Perusahaan

Variabel MTBV dihitung menggunakan skala pengukuran rasio dengan rumus sebagai berikut :

$$MTBV = \frac{\text{Market value per share of common stock}}{\text{Book value per share of common stock}}$$

3.6.2 Uji Normalitas Data

Uji Kolmogorov-Smirnov digunakan untuk memutuskan jika sampel berasal dari populasi dengan distribusi spesifik atau tertentu (Gujarati, 2006). Uji ini membandingkan serangkaian data pada sampel terhadap distribusi normal serangkaian nilai dengan mean dan standar deviasi yang sama.

Langkah-langkah dalam pengujian normalitas adalah sebagai berikut:

- 1) Merumuskan hipotesis
 H_0 : Data residual berdistribusi Normal
 H_a : Data residual tidak berdistribusi Normal
- 2) Menetapkan tingkat signifikansi
Tingkat signifikansi adalah 5% atau 10%.
- 3) Menentukan kriteria pengujian
apabila Asymp. Sig. (2-tailed) $< \alpha$ maka H_0 ditolak
apabila Asymp. Sig. (2-tailed) $> \alpha$ maka H_0 diterima
- 4) Menarik kesimpulan

3.6.3 Analisis Regresi Linier Berganda

Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi berganda yaitu untuk mengukur pengaruh variabel bebas dengan variabel terikat (Arief, 1992:47).

Model regresi berganda dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

- | | |
|----------|--|
| Y | : Rasio pembayaran dividen |
| α | : Konstanta |
| X1 | : Aliran kas bebas yang distandarisasi dengan total aset |
| X2 | : Risiko sistematis |
| X3 | : Rasio harga pasar terhadap nilai buku perusahaan |
| e | : Kesalahan pengganggu |

3.6.4 Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik digunakan untuk memperoleh model regresi linier berganda yang tepat dan memenuhi standar, yaitu penduga parameter regresi

harus memenuhi syarat *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE). Hasil koefisien yang bersifat BLUE harus memenuhi asumsi tidak ada heteroskedastisitas, tidak ada multikolinieritas, dan tidak ada autokorelasi. Tidak semua variabel dalam penelitian ini menggunakan penggabungan data atau *pooling*, oleh karena itu tidak perlu dilakukan uji asumsi autokorelasi.

1) Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah terdapat interkorelasi yang sempurna diantara variabel bebas yang digunakan dalam model regresinya. Adanya multikolinieritas dalam model regresi dapat diuji dengan melihat *tolerance value* atau *variance inflation factor* (VIF). Batas dari *Tolerance value* ialah 0.10 dan batas VIF ialah 10. Nilai *tolerance value* dibawah 0.10 atau nilai VIF diatas 10 maka terjadi multikolinieritas. Jika nilai VIF tidak melebihi angka 10, dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi adanya multikolinieritas antar variabel (Gujarati, D 1997 : 157).

2) Heteroskedastisitas

Ghozali (2006:105) menyatakan bahwa uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linier terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas. Model regresi yang baik ialah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar diatas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

3.6.5 Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan untuk menjawab tujuan penelitian, sehingga dapat mengetahui derajat pengaruh dari masing-masing variabel yang terdapat pada

model yang telah dikembangkan tersebut. Uji hipotesis yang dilakukan adalah sebagai berikut:

Langkah – langkah yang digunakan adalah sebagai berikut :

1) Merumuskan Hipotesis

H_{01} : Aliran kas bebas tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan

H_{11} : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan

H_{02} : Risiko sistematis tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

H_{12} : Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

H_{03} : Harga pasar terhadap nilai buku perusahaan tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

H_{13} : Harga pasar terhadap nilai buku perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

2) Menentukan tingkat signifikansi (α)

Tingkat signifikansi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5%.

3) Menentukan kriteria pengujian

Jika nilai signifikansi $> \alpha$, maka H_0 diterima

Jika nilai signifikansi $< \alpha$, maka H_0 ditolak

4) Melakukan uji normalitas data

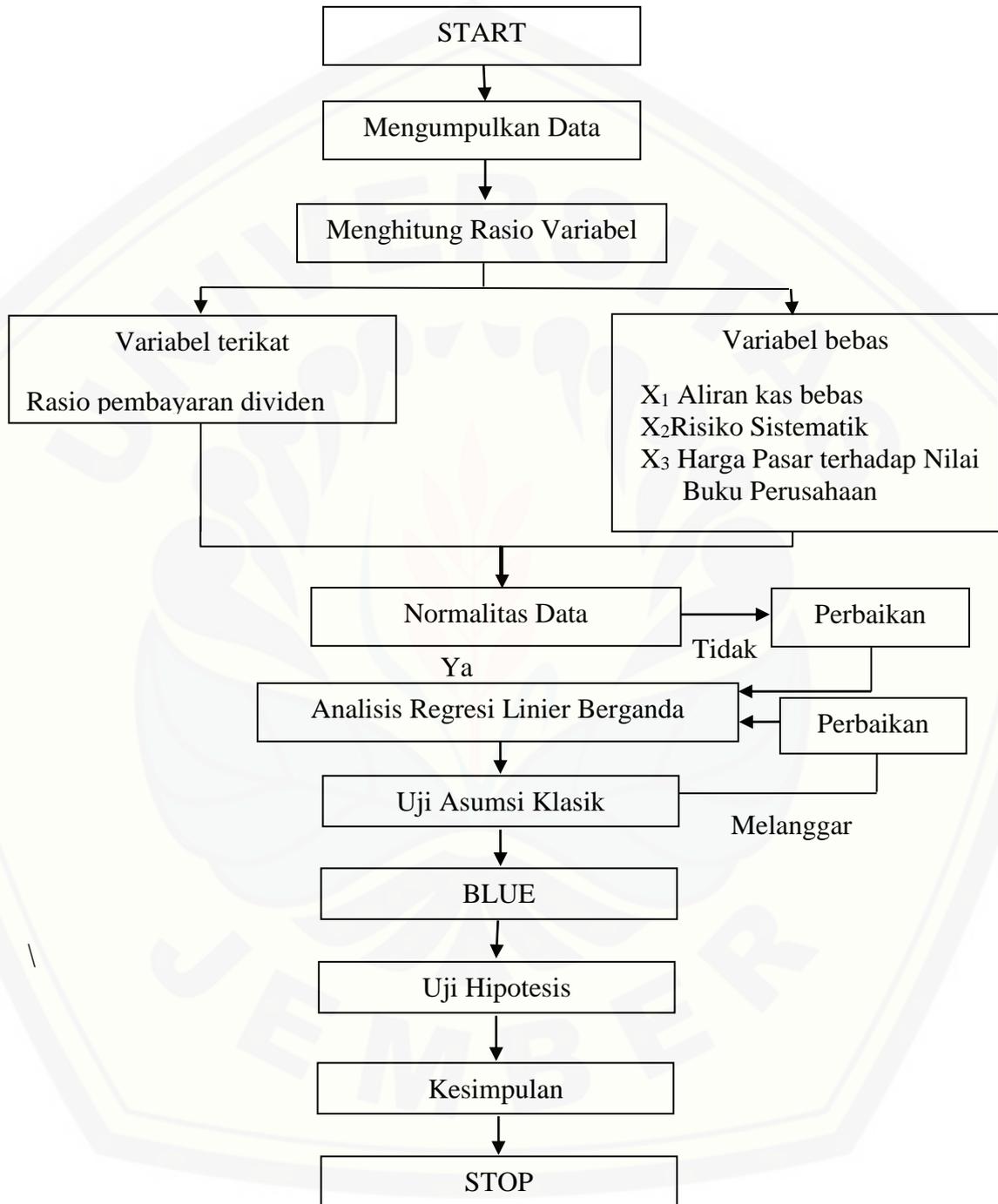
5) Menghitung regresi berganda

6) Melakukan uji asumsi klasik, jika tidak terjadi heteroskedastisitas dan multikolinieritas, maka hasil dari uji regresi berganda tersebut dapat digunakan untuk menarik kesimpulan.

7) Menarik kesimpulan

3.7 Kerangka Pemecahan Masalah

Kerangka pemecahan masalah penelitian ini dijelaskan pada Gambar 2.2 sebagai berikut :



Gambar 3.1. Kerangka pemecahan masalah

Keterangan kerangka pemecahan masalah :

1. Start
2. Pengumpulan data sekunder melalui data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia
3. Menganalisis dan mengelola data keuangan untuk menghitung variabel aliran kas bebas, risiko sistematis, harga pasar terhadap nilai buku perusahaan, dan rasio pembayaran dividen
4. Melakukan uji normalitas data, jika data berdistribusi normal maka dilanjutkan dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dan jika tidak berdistribusi normal maka perlu dinormalkan terlebih dahulu sebelum dilakukan analisis berganda.
5. Melakukan regresi linier berganda
6. Melakukan uji asumsi klasik yang berupa uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas untuk mengetahui apakah model sudah bersifat BLUE atau tidak. Jika model tidak bersifat BLUE, maka dilakukan langkah perbaikan, namun apabila model telah bersifat BLUE, maka analisis model dapat diteruskan.
7. Melakukan uji hipotesis
8. Berdasarkan hasil penelitian tersebut, dapat diambil suatu kesimpulan
9. Mengakhiri penelitian

BAB 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Populasi penelitian adalah 139 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* yang menggunakan kriteria tertentu. Berdasarkan kriteria pengambilan sampel, perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian sebanyak 19 perusahaan. Tabel 4.1 berikut menunjukkan proses pemilihan sampel perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

Tabel 4.1 Proses Pemilihan Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2013.	139
2.	Perusahaan yang tidak membagikan dividen periode 2009-2013.	(97)
3.	Perusahaan membagikan dividen dengan nilai yang sama periode 2009.	(23)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel		19

Sumber : *Indonesian Stock Exchange* periode 2009-2013 (data diolah)

4.2 Analisis Data

4.2.1 Hasil Statistik Deskriptif

Data statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian ditunjukkan pada Tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Perilaku (N=95)

Variabel	Minimum	Maksimal	Rata-rata	Deviasi Std
DPR	0,006	0,947	0,311	0,220
FCF	0,066	0,991	0,352	0,233
R.Sistematik	-0,095	0,847	0,042	0,127
MTBV	0,100	1,227	0,426	0,267

Keterangan: DPR adalah *dividend payout ratio* dengan membandingkan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematik adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value* dengan membandingkan nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan.

Sumber : Lampiran 2 (data diolah)

Pada Tabel 4.2 dapat diketahui bahwa nilai DPR atau rasio pembayaran dividen berkisar 0,006 sampai dengan 0,947 dengan rata-rata sebesar 0,311. Artinya, rata-rata laba yang dibagikan untuk dividen sebesar 31,1%. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan masing-masing perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham relatif berbeda. Hal tersebut didukung dengan nilai deviasi standar sebesar 0,220 yang menunjukkan bahwa rentang nilai minimum dan maksimum relatif besar. Perusahaan yang membayar dividen tertinggi setiap tahunnya adalah PT. Unilever Indonesia Tbk, yaitu sebesar 94,7% dari laba perusahaan, sedangkan perusahaan yang membayar dividen terendah adalah PT. Lion Metal Tbk, yaitu sebesar 0,6% dari laba perusahaan.

Nilai FCF atau aliran kas bebas yang sudah distandarisasi dengan total aset berkisar 0,066 sampai dengan 0,991 dengan rata-rata sebesar 0,352. Artinya, rata-rata aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan sebesar 35,2% dari total asetnya. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan untuk memiliki aliran kas bebas relatif berbeda. Hal tersebut didukung dengan nilai deviasi standar sebesar 0,233 yang menunjukkan bahwa rentang nilai minimum dan maksimum relatif besar. Perusahaan yang memiliki rasio aliran kas bebas terhadap total aset tertinggi adalah PT. Mayora Indah Tbk, yaitu sebesar 99,1%. Artinya, aliran kas bebas perusahaan hampir sama dengan total aset perusahaan yaitu 99,1%. Sedangkan perusahaan yang terendah adalah PT. Kimia Farma Tbk yaitu sekitar 10%.

Nilai risiko sistematis berkisar antara -0,095 sampai dengan 0,847 dengan rata-rata sebesar 0,042. Artinya, beta perusahaan pada periode 2009-2013 adalah rendah. Hal ini menunjukkan bahwa risiko yang dialami setiap perusahaan manufaktur relatif berbeda. Hal tersebut didukung dengan nilai deviasi standar sebesar 0,127 menunjukkan bahwa rentang nilai minimum dan maksimum relatif besar. Hasil penelitian menunjukkan ada perusahaan dengan beta negatif, salah satu perusahaan yang memiliki beta negatif adalah perusahaan Goodyear Indonesia Tbk (GDYR) yaitu sebesar -0,095. Beta negatif menunjukkan bahwa pergerakan harga saham berlawanan dengan pergerakan pasar. Pada perusahaan GDYR, terjadi penurunan harga saham yang drastis pada saat harga pasar naik, sehingga pergeseran perubahan harga saham melawan pergeseran harga pasar. Sedangkan beta positif terjadi pada perusahaan yang tidak terjadi perlawanan, yaitu perubahan harga saham searah dengan harga pasar.

Nilai *market to book value* berkisar 0,1 sampai dengan 1,227 dengan rata-rata sebesar 0,426. Artinya rata-rata pasar menghargai nilai buku perusahaan sebesar 42,6%. Nilai deviasi standar sebesar 0,267 menunjukkan bahwa rentang nilai minimum dan maksimum relatif besar. Perusahaan yang memiliki rasio MTBV tertinggi adalah PT. Gudang Garam Tbk yaitu sekitar 1,227. Artinya MTBV yang semakin besar menandakan bahwa nilai buku perusahaan lebih kecil dari harga pasar perlembar sehingga terjadi *overprice* dan saatnya menjual, maka akan meningkatkan *return*. Sedangkan, MTBV yang rendah 0,1 dapat dimaknai bahwa investor tidak optimis terhadap profitabilitas masa depan perusahaan, sehingga saham perusahaan dihargai rendah oleh pasar, yang akhirnya akan menurunkan *return*.

4.2.2 Uji Normalitas Data

Uji normalitas data dilakukan untuk mengetahui apakah data yang ada dalam satu variabel tertentu berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas menggunakan *one sample Kolmogorov Smirnov test* karena data penelitian lebih dari 50. Suatu variabel dikatakan memiliki distribusi data yang normal apabila

nilai signifikansi hasil pengujian dengan menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov* memiliki signifikansi lebih dari $\alpha = 0,05$ sebagai taraf kesalahan yang ditetapkan.

Berdasarkan hasil analisis normalitas yang dilakukan pada data variabel DPR, FCF, risiko sistematis, dan MTBV masing-masing menunjukkan nilai signifikansi sebagaimana ditunjukkan pada Tabel :

Tabel 4.3 Hasil Uji Normalitas Data dengan *Kolmogorov Smirnov Test*

Variabel	Z-Value	Sig.	Keterangan
DPR	1,332	0,058	Normal
FCF	1,309	0,065	Normal
R.Sistematis	1,302	0,067	Normal
MTBV	1,344	0,054	Normal

Keterangan: DPR adalah *dividend payout ratio* dengan membandingkan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value* dengan membandingkan nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan.

Sumber: Lampiran 3 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4.3, DPR, FCF, Risiko Sistematis, dan MTBV masing-masing memiliki nilai signifikansi sebesar 0,058, 0,065, 0,067, dan 0,054. Nilai signifikansi keempat variabel tersebut lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa data variabel berdistribusi normal.

4.2.3 Uji Asumsi Klasik

Hasil regresi linier berganda yang diperoleh tepat dan memenuhi standar, maka penduga parameter koefisien regresi harus memenuhi syarat BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*). Hasil koefisien yang bersifat BLUE harus memenuhi asumsi tidak adanya multikolinieritas, dan heteroskedastisitas.

1) Uji Multikolinieritas

Multikolinieritas adalah suatu keadaan dimana antar variabel independen yang terdapat dalam model memiliki hubungan yang sempurna atau mendekati

sempurna (koefisien korelasinya tinggi atau bahkan 1). Apabila terjadi multikolinieritas, kesalahan standar estimasi akan cenderung meningkat dengan bertambahnya variabel independen, tingkat estimasi yang digunakan untuk menolak hipotesis nol akan semakin besar dan probabilitas menerima hipotesis yang salah juga akan semakin besar. Uji ini dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factors* (VIF). Hasil pengujian multikolinieritas dapat dilihat pada Tabel 4.4 berikut ini:

Tabel 4.4 Hasil Nilai VIF untuk Uji Multikolinieritas

Variabel Independen	VIF	Tolerance	Keterangan
FCF	1,039	0,963	Tidak terjadi multikolinieritas
R.Sistematik	1,048	0,954	Tidak terjadi multikolinieritas
MTBV	1,022	0,978	Tidak terjadi multikolinieritas

Keterangan: FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematik adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value* dengan membandingkan nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan.

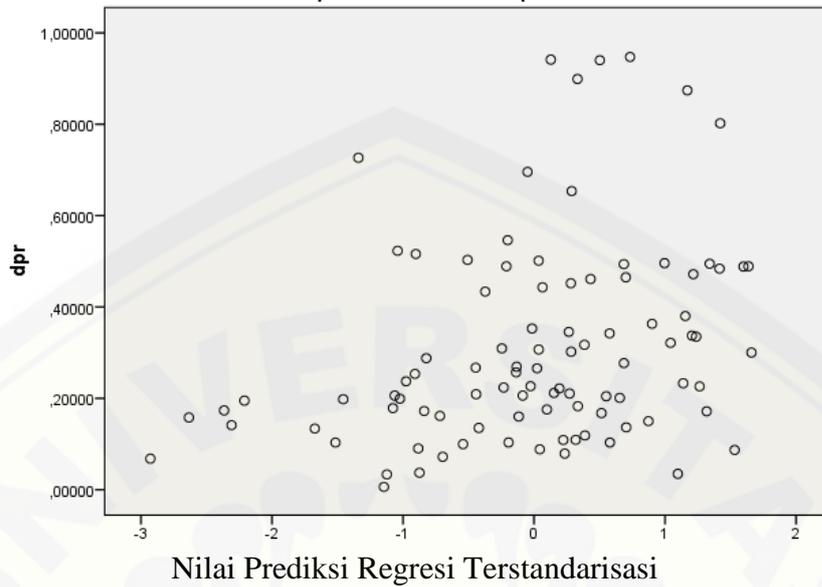
Sumber: Lampiran 4 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4.4, dapat diketahui bahwa masing-masing variabel bebas memiliki nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih tinggi dari 0,10, sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.

2) Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas memiliki tujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians variabel. Apabila terjadi heteroskedastisitas, maka penaksir (*estimator*) yang diperoleh tidak efisien, baik dalam sampel kecil maupun dalam sampel besar, walaupun penaksir yang diperoleh menggambarkan populasinya (tidak bias) dan bertambahnya sampel yang digunakan akan mendekati nilai sebenarnya (konsisten). Pengujian untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas dapat dilihat dari pola *scatterplot* dan nilai signifikansi. Hasil pengujian heteroskedastisitas ditunjukkan pada Gambar 4.1:

Gambar 4.1 Uji Heteroskedastisitas dengan *Scatterplot*



Berdasarkan Gambar 4.1, pola yang tergambar dalam *Scatterplot* tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, dan titik-titik menyebar secara acak, oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa variabel independen tidak mengalami heteroskedastisitas.

4.2.4 Korelasi Parsial

Korelasi parsial digunakan untuk mengetahui hubungan masing-masing faktor dalam variabel independen dengan variabel dependen. Hasil uji korelasi parsial ditunjukkan pada Tabel 4.5:

Tabel 4.5 Hasil Korelasi Parsial Pearson

	FCF	R.Sistematik	MTBV
DPR	-0,183 (0,075)	-0,113 (0,275)	-0,176 (0,088)
FCF	1,000	-0,171 (0,098)	-0,069 (0,580)
R.Sistematik		1,000	-0,116 (0,261)

Keterangan: DPR adalah *dividend payout ratio* dengan membandingkan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematik adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value* dengan membandingkan nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan. Angka dalam kurung menyatakan tingkat signifikansi.

Sumber : Lampiran 5 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4.5, dapat diketahui bahwa variabel aliran kas bebas berkorelasi negatif dan signifikan dengan DPR ($p=0,075$), risiko sistematis berkorelasi negatif tidak signifikan dengan DPR ($p=0,275$), dan MTBV berkorelasi negatif dan signifikan dengan DPR ($p=0,088$). Variabel risiko sistematis berkorelasi negatif dan tidak signifikan dengan FCF dan MTBV. Variabel MTBV berkorelasi negatif dan tidak signifikan terhadap FCF dan MTBV.

4.2.5 Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda pada penelitian ini bertujuan untuk melihat seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil dari analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada Tabel 4.6:

Tabel 4.6 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda (N=95)

Model	Prediksi	Koefisien		t.hitung	Sig ($\alpha=5\%$)
		Belum Terstandarisasi	Koefisien Terstandarisasi		
Constant		0,475		8,268	0,000
FCF	+	-0,216	-0,228	-2,249	0,014
R.Sistematik	-	-0,307	-0,177	-1,736	0,043
MTBV	-	-0,175	-0,212	-2,111	0,019

F.Statistik = 3,340, Sig = 0,023, Adjusted R² = 0,069, R² = 0,099

Keterangan: DPR adalah *dividend payout ratio* dengan membandingkan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. Risiko sistematik adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value* dengan membandingkan nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan. Probabilitas (sig) hasil dibagi 2, karena penelitian ini menggunakan satu sisi.

Sumber: Lampiran 4 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4.6, dapat diketahui bahwa nilai pada koefisien terstandarisasi, didapatkan hasil analisis variabel risiko sistematik dan MTBV sesuai dengan hipotesis penelitian, sedangkan hasil analisis variabel FCF tidak sesuai dengan hipotesis penelitian. Aliran kas bebas, risiko sistematik, dan MTBV berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan ($p < 5\%$). Dengan demikian, model regresi yang dihasilkan adalah sebagai berikut :

$$Y = 0,475 - 0,228X_1 - 0,177 X_2 - 0,212 X_3 + e$$

4.2.6 Uji Hipotesis

Signifikansi yang digunakan sebesar 0,05. Artinya, jika tingkat signifikansi lebih kecil dari yang telah ditetapkan $\alpha = 0,05$, maka H₀ ditolak dan H₁ diterima. Dari hasil pengujian parsial dirangkum sebagai berikut.

- 1) Nilai signifikansi koefisien aliran kas bebas sebesar 0,014. Nilai ini lebih rendah dari tingkat signifikansi yang ditetapkan ($\alpha = 0,05$), tetapi koefisiennya negatif sehingga menerima H₀, bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

- 2) Nilai signifikansi koefisien risiko sistematis sebesar 0,043. Nilai ini lebih rendah dari tingkat signifikansi yang ditetapkan ($\alpha = 0,05$). Hasil ini menolak H_0 , bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.
- 3) Nilai signifikansi koefisien harga pasar/nilai buku perusahaan adalah 0,019. Nilai ini lebih rendah dari tingkat signifikansi yang ditetapkan ($\alpha = 0,05$). Hasil ini menolak H_0 , yang menyatakan bahwa rasio harga pasar/nilai buku perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

4.3 Pembahasan

4.3.1 Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 sampai 2013. Hasil ini berlawanan dengan prediksi yang menyatakan aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian ini membuktikan semakin meningkat kemampuan perusahaan memiliki aliran kas bebas akan mengakibatkan dividen yang dibagikan menurun. Hasil tersebut menunjukkan bahwa ada hubungan terbalik antara FCF dengan kebijakan dividen, sesuai dengan keinginan manajer yang memperkecil dividen (Arifin, 2005:107). Hal ini dikarenakan perusahaan cenderung menggunakan peningkatan aliran kas bebas untuk menjadi saldo laba yang akan diinvestasikan kembali untuk masa depan perusahaan, yaitu dalam bentuk aset tetap perusahaan. Hal tersebut terbukti dalam laporan keuangan tahunan yang menunjukkan total aset tetap perusahaan semakin meningkat dari waktu ke waktu, sedangkan beban utang semakin menurun. Ada dua hal yang dapat dikedepankan terkait dengan kondisi ini. Pertama, sebagian besar bagian dari laba digunakan untuk menambah aset tetap. Kedua, sebagian besar dari laba digunakan untuk membayar utang. Artinya, dividen yang dibagikan dapat berkurang. Misalnya, rata-rata aset tetap meningkat sebesar 11,8% sampai 44,4% dari tahun 2009 hingga tahun 2013. Oleh karena itu, adanya peningkatan aliran

kas bebas tidak mengakibatkan laba yang dibagikan kepada pemegang saham meningkat. Pengaruh negatif yang ditemukan dalam penelitian ini konsisten dengan yang dilaporkan oleh Duha (2009), Mirza dan Afza (2010), dan Prasetyo (2012).

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dan tidak konsisten dengan penelitian Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) yang menyatakan bahwa semakin meningkat kemampuan perusahaan memiliki aliran kas perusahaan, akan menambah jumlah laba perusahaan, semakin tinggi bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham.

4.3.2 Pengaruh Risiko Sistematis terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Penelitian ini menemukan risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 sampai 2013. Hasil dalam penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan dan konsisten dengan penelitian Amidu dan Abor (2006), dan Putri (2012) yang menyatakan meningkatnya risiko sistematis perusahaan akan menyebabkan *return* perusahaan meningkat. Hal ini terjadi karena adanya risiko yang tinggi, perusahaan mengalami kesulitan mendapatkan dana eksternal sehingga cenderung menyimpan *return* untuk saldo laba yang digunakan untuk dana internal perusahaan sehingga laba yang dibagikan kepada pemegang saham akan menurun (Tandelilin, 2001:69).

Hasil penelitian tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2012) yang menyatakan bahwa semakin tinggi risiko sistematis akan menyebabkan *return* meningkat sehingga dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham meningkat. Oleh karena itu, risiko sistematis dapat digunakan untuk menjelaskan faktor yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

4.3.3 Pengaruh Rasio Harga Pasar/Nilai Buku Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan

Penelitian ini menemukan bahwa rasio harga pasar/nilai buku perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia sejak 2009 sampai 2013. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan dan konsisten dengan Amidu dan Abor (2006), Zahro (2009), dan Indah dan Made (2014) yang menyatakan tingginya rasio harga pasar terhadap nilai buku perusahaan menandakan terjadinya *overprice* dan ini merupakan saat yang tepat untuk menjual saham. Hal ini sesuai dengan konsep investasi bahwa jika *return* akan meningkat, maka risiko juga akan meningkat. Perusahaan akan mengalami kesulitan untuk mendapat dana eksternal dan cenderung memperbanyak saldo laba sehingga laba yang dibagikan kepada pemegang saham menurun (Pontiff dan Schall, 1998).

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Anggit (2012) yang menyatakan bahwa MTBV berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dikarenakan semakin tinggi rasio harga pasar/nilai buku perusahaan adalah saatnya untuk menjual saham karena terjadi *overprice* sehingga *return* meningkat, dan peningkatan *return* tersebut menyebabkan dividen meningkat. Oleh karena itu, MTBV dapat digunakan untuk menjelaskan faktor yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

4.4 Keterbatasan

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian, ada beberapa keterbatasan penelitian yaitu sebagai berikut.

- 1) Hasil penelitian menyatakan bahwa aliran kas bebas tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan atau menerima H_0 . Hasil tersebut tidak sesuai dengan hipotesis yang diharapkan, yaitu menerima H_1 dan menolak H_0 . Hal tersebut terjadi karena penelitian menggunakan uji satu sisi, sehingga menerima H_0 dan menolak H_1
- 2) Desain penelitian menggunakan metode *time series* untuk menghitung proksi risiko sistematis. Sedangkan idealnya risiko sistematis tidak dihitung setiap

periode. Risiko sistematis seharusnya dihitung menggunakan metode *scross section*, dimana data *scross section* tidak bisa digunakan untuk *pooling* data dan akurasinya kurang baik.



BAB 5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh biaya agensi dengan menggunakan proyeksi aliran kas bebas, risiko sistematis, dan peluang investasi dengan menggunakan proyeksi rasio harga pasar/nilai buku perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan menggunakan proyeksi rasio pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013. Sampel penelitian yang terpilih sebanyak 19 perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan analisis dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut.

- 1) Tidak sesuai dengan prediksi, aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dividen yang dibagikan, seharusnya aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap perubahan dividen.
- 2) Sesuai dengan prediksi, risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dividen yang dibagikan.
- 3) Sesuai dengan prediksi, rasio harga pasar terhadap nilai buku perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dividen yang dibagikan.

5.2 Saran

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, analisis dan keterbatasan, beberapa saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut.

- 1) Bagi perusahaan manufaktur
Perusahaan diharapkan dapat memahami informasi dari hasil penelitian dan memahami tentang faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Sehingga, dapat digunakan sebagai landasan untuk membuat keputusan kebijakan dividen.

2) Bagi investor

Investor atau calon investor diharapkan dapat memahami dari hasil penelitian sehingga mengetahui faktor-faktor kebijakan dividen dan memilih kebijakan dividen yang sesuai dengan keinginannya.

3) Bagi peneliti selanjutnya

Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan metode uji dua sisi (*two-tailed*) untuk mengetahui arah pengaruh aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen perusahaan, sehingga aliran kas bebas dapat menjelaskan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Peneliti selanjutnya juga diharapkan dapat menggunakan proksi selain beta untuk menggambarkan risiko sistematis perusahaan, yaitu dengan proksi yang dapat dihitung menggunakan metode *time series* atau yang dapat dihitung setiap periodenya. Misalkan, rasio *leverage* yaitu *debt to equity ratio* atau *debt to asset ratio*.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, Talat dan Mirza, Hammad. 2010. Ownership Structure and Cash Flow as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research Journal*. Vol. 3 (3): 210-216.
- Agustia, Dian. 2013. Pengaruh Faktor Good Corporate Governance, Free Cash Flow, dan Leverage terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 15 (1): 27-42.
- Amidu, M., dan Abor, J. 2006. Determinat of Dividend Payout Ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*. Vol. 7 (2): 152-156.
- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft.
- Arief, Sritua. 2006. *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Arieska, Metha dan Gunawan, Barbara. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 13 (1): 12-23.
- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: CV Adipura.
- Atmaja. 2003. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi.
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus, A.J. 2005. *Investasi*, buku 1 edisi 6. Terjemahan oleh Permatasari. Jakarta: Salemba Empat.
- Bodie, Z., Kane, A., dan Marcus, A.J. 2006. *Investasi*, buku 2 edisi 6. Terjemahan oleh Permatasari. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E.F., dan Houston, J.F. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, edisi 10. Terjemahan oleh A. Yulianto. Jakarta: Salemba empat.
- Chakravarty, Laha, dan Roy. 1967. Handbook of Methods of Applied Statistics. *Journal Planning of Surveys and Experiments*. Vol. 1 (2) : 392-394.
- Collins, M.C., Atul, K.S., dan Janes, W. 1996. The Role of Insider and Dividend Policy : A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. Vol. 9 (2) : 1-9.

- D'Souza, J., dan Atul, K.S. 1999. Agency Cost, Market Risk. Investment Opportunities and Dividend Policy : An International Prespective. *Journal Managerial of Finance*. Vol. 25 (6): 35-44.
- Duha, Al-Kuwari. 2009. Determinants of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy and Finance Journal*. Vol. 2 (2): 19-36.
- Fahmi, Irham. 2006. *Analisis Investasi dalam Perspektif Ekonomi dan Politik*. Bandung: Refika Aditama.
- Firijanti, Tettet dan Hartono, Jogyanto. 2002. Set Kesempatan Investasi : Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 5 (1): 11-16.
- Ghozali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gordon, Myron dan John, Lintner. 1956. Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and Taxes. *The American Economic Review*. Vol. 156 (8): 97-113.
- Gujarati, Damondar. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Terjemahan oleh G. Hutahuruk. Jakarta: Erlangga.
- Gumanti, Tatang. 2011. *Manajemen Investasi Konsep, Teori dan Aplikasi*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Halim, Jauwanto. 2013. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. Vol. 2 (2): 18.
- Haryetti, dan Araj, Ririn. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Peluang Investasi dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi*. Vol. 20 (3): 39-43.
- Indah, Fajarini dan Made, Ni. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, *Leverage*, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akutansi Universitas Udayana*. Vol. 9 (1): 200-208.
- Jansen, M. C., dan Meckling, W.H. 1976. Theori of Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3 (4): 78-130.

- Jogiyanto, Hartono. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Larry, G.P., dan James, N.R. 1995. An Investigation of The Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review*. Vol. 30 (2): 367-385.
- Lopolusi, Ita. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. Vol. 2 (1): 18-24.
- Jurica, Lucyanda., dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akutansi*. Vol. 4 (4): 59-64.
- Martono dan Harjito. 2005. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Modigliani, dan Miller. 1958. *The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment*. *The American Economic Review*. Vol. 158 (3): 261-297.
- Pontiff, Jeffrey, dan Schall, Lawrence. 1998. Book to Market Ratios as Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics*. Vol. 4 (9): 141-160.
- Prasetyo, Fayakun. 2012. Analisis Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Company's Growth, Firm Size, dan Collateralizable Assets terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010). *Jurnal Kertas Kerja Universitas Diponegoro*. Vol. 8 (1): 1-12.
- Putri, Paramitha. 2012 Pengaruh *Earning Per Share, Debt to Equity Ratio* terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Akutansi Terapan*. Vol. 3 (1): 1-14.
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, edisi 4. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Satria, Anggit, dan Sampurno, Djoko. 2012. Analisis Pengaruh Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership, dan ROA terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Diponegoro*. Vol.1 (1): 212-211.
- Sekaran, Uma. 2006. *Metode Penelitian untuk Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sjahrial, Dermawan. 2002. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Semarang: Mitra Wacana Media.

- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitabilitas dan Peluang Investasi terhadap Kebijakan Dividen Tunai. *Jurnal Akutansi dan Keuangan*. Vol. 9 (1): 323-327.
- Syahrul dan Nizar, Afdi. 2000. *Kamus Istilah-Istilah Akuntansi*. Jakarta: Citra Harta Prima.
- Tandelin, Enduardus. 2001. *Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Penerbit BPFE UGM.
- Van-Horne, J.C., dan Wachowicz. 1997. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empat.
- Weston, Fred dan Copeland, Thomas. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi 9. Terjemahan oleh Jaka Wasana dan Kibrandoko. Jakarta: Binarupa Aksara.
- Zahro, Inayati. 2009. Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen dan Leverage Perusahaan. *Jurnal Sosial dan Budaya*. Vol. 2 (2): 57-76.

LAMPIRAN

1. Daftar Perusahaan Sampel

No	Nama Perusahaan	Kode
1	Ace Hardware Tbk	ACES
2	Ekadharna International Tbk	EKAD
3	Astra International Tbk	ASII
4	Indofood Cbp Sukses Makmur Tbk	ICBP
5	Indofood Sukses Makmur Tbk	INDF
6	Mayora Indah Tbk	MYOR
7	Gudang Garam Tbk	GGRM
8	Mustika Ratu Tbk	MRAT
9	Mandom Indonesia Tbk	TCID
10	Unilever Indonesia Tbk	UNVR
11	Lion Metal Tbk	LION
12	Delta Djakarta Tbk	DLTA
13	Unggul Indah Cahaya Tbk	UNIC
14	Astra Otoparts Tbk	AUTO
15	Citra Tubindo Tbk	CTBN
16	Goodyear Indonesia Tbk	GDYR
17	Indocement Tunggal Prakarsa Tbk	INTP
18	Kimia Farma Tbk	KAEF
19	Kalbe Farma Tbk	KLBF

Sumber : *Indonesian Stock Exchange 2009-2013* (data diolah)

2. Data Perhitungan Statistik Deskriptif

DIV /SHARE	EARN /SHARE	DPR	FCF	BETA	HARGA	BOOK VALUE	MBTV
7.2522	91.8	0.079	0.4078	0.0234	151	506.711	0.298
2.9986	29	0.1034	0.144	0.01697	100	124.378	0.804
86.0560	2,480	0.0347	0.098	0.01494	3470	9855.155	0.3521
22.8068	46	0.4958	0.2014	0.02621	4500	18352.365	0.2452
47.0112	236	0.1992	0.947	-0.07613	3550	11567.286	0.3069
50.0035	485	0.1031	0.991	0.07289	3857	20636.704	0.1869
350.0404	1,796	0.1949	0.449	0.01741	21550	17568.890	1.2266
13.0203	49	0.26572	0.2351	0.06012	395	745.283	0.53
300.0180	620	0.4839	0.1298	0.01604	8100	43807.463	0.1849
319.9980	399	0.802	0.0986	0.01231	11050	48528.766	0.2277
135.0011	646	0.20898	0.4682	0.03012	2100	4375.000	0.48
3499.7000	7,900	0.443	0.5449	0.03952	62000	368608.799	0.1682
0.0038	0.011	0.34546	0.0655	0.02495	2,400	3407.155	0.7044
298.9992	996	0.3002	0.1666	-0.06397	1102.82	6026.339	0.183
0.0025	0.0177	0.14124	0.216	0.84103	2750	24788.174	0.11094
0.0577	0.28	0.20608	0.832	-0.00293	9500	28256.990	0.3362
150.0000	746.12	0.20104	0.1976	-0.01941	13500	29013.540	0.4653
2.4935	11.25	0.22164	0.1046	0.00193	130	179.310	0.725
16.2553	97	0.16758	0.2406	-0.07221	308	550.000	0.56
9.1671	103.7	0.0884	0.3075	0.02682	295	600.815	0.491
2.9920	44	0.068	0.83	-0.01979	204.00	184.265	1.1071
131.3130	3,549	0.037	0.621	0.03882	5455.00	12179.058	0.4479
24.7680	344	0.072	0.76986	0.03239	4675.00	22749.392	0.2055
93.0720	336	0.277	0.221	0.07709	4875	19117.647	0.255
99.6980	631	0.158	0.1073	0.84718	9429	25975.207	0.363
650.8100	2,155	0.302	0.406	-0.02695	40650	110162.602	0.369
9.8200	57	0.17228	0.2096	0.0961	660	785.714	0.84
319.8060	654	0.489	0.1405	-0.02314	7200	47182.176	0.1526
399.1560	444	0.899	0.303	0.07092	16200	53064.300	0.30529
750.0000	125000	0.006	0.4902	0.01405	3800	5000.000	0.76
950.0440	8,716	0.109	0.3511	0.03248	115000	360727.729	0.3188
0.0052	0.01	0.52288	0.536	0.09526	1830	3520.585	0.5198
375.0024	1,480	0.25338	0.869	-0.08452	2694.72	7243.871	0.372
0.0160	0.023	0.69565	0.1574	0.01651	2500	3420.909	0.7308
0.0241	0.18	0.13375	0.98	0.0213	11000	31143.828	0.3532
224.9959	876.05	0.25683	0.3053	0.09165	16050	35524.568	0.4518

DIV /SHARE	EARN /SHARE	DPR	FCF	BETA	HARGA	BOOK VALUE	MBTV
3.3763	24.98	0.13516	0.1602	0.05469	162	200.495	0.808
32.5101	137	0.2373	0.2692	0.03978	630	684.783	0.92
5.1672	16.29	0.3172	0.145	0.01822	410	718.039	0.571
7.9990	38	0.2105	0.297	0.20269	280.00	2641.509	0.106
202.4229	439	0.4611	0.0853	0.08481	7400.00	14524.043	0.5095
116.0058	339	0.3422	0.2876	0.03888	5200.00	18368.068	0.2831
133.0000	350	0.38	0.2427	0.02842	4600	35993.740	0.1278
129.9838	614	0.2117	0.493	-0.0683	12214	31626.100	0.3862
897.7776	2,544	0.3529	0.33	0.02704	62050	127596.134	0.4863
11.4101	65	0.17554	0.1508	0.06242	500	833.333	0.6
339.9960	696	0.4885	0.0796	0.02896	7700	50758.075	0.1517
59.3993	546	0.10879	0.321	0.0346	18800	48243.476	0.38969
200.0002	1010	0.19802	0.4732	0.01634	5250	5833.333	0.9
1074.9690	9,060	0.11865	0.3543	0.01833	111500	357830.552	0.3116
0.0039	0.019	0.206	0.444	0.08473	2000	7320.644	0.2732
58.3988	261	0.22375	0.525	0.01048	3260.51	9031.884	0.361
0.0210	0.0627	0.33493	0.2475	0	4250	30628.423	0.13876
0.0273	0.05	0.54624	0.0972	0.01908	9900	11506.276	0.8604
262.9962	977.1	0.26916	0.3782	0.08785	18100	49305.366	0.3671
4.9952	30.93	0.1615	0.1111	-0.01344	340	307.637	1.1052
9.2134	32	0.28792	0.2767	0.05096	690	831.325	0.83
2.4910	24.98	0.09972	0.1409	0.06073	820	943.613	0.869
8.7501	51	0.17157	0.235	0.0118	350.00	3434.740	0.1019
241.4304	480	0.50298	0.598	0.03207	7600.00	22183.304	0.3426
168.9994	374	0.45187	0.3009	0.03069	7800.00	19578.313	0.3984
175.0007	371	0.4717	0.2226	0.01572	5850	38896.277	0.1504
129.9956	952	0.13655	0.138	0.03246	17143	40016.340	0.4284
1029.8999	2,086	0.49372	0.138	0.04864	56300	138261.297	0.4072
16.2778	72	0.22608	0.1308	0.09825	490	4900.000	0.1
369.9982	748	0.49465	0.107	0.03955	11000	54563.492	0.2016
595.9980	634	0.94006	0.192	0.05571	20850	52010.577	0.40088
300.0076	1641	0.18282	0.4668	0.0467	10400	71724.138	0.145
11749.4180	129,971	0.0904	0.3901	0.0692	255000	373571.638	0.6826
0.0052	0.008	0.65359	0.497	-0.05756	2000	6476.684	0.3088
63.6008	273	0.23297	0.0734	0.05292	3452.31	11517.298	0.29975
0.0375	0.0429	0.87413	0.1061	0.05292	4400	17826.034	0.24683
0.0278	0.16	0.17359	0.704	0.02757	12300	12860.997	0.95638
293.0019	1293.15	0.22658	0.4603	0.01199	22050	61813.187	0.35672
5.5402	36.93	0.15002	0.1524	0.06383	750	2600.194	0.28844

DIV /SHARE	EARN /SHARE	DPR	FCF	BETA	HARGA	BOOK VALUE	MBTV
12.4827	37	0.33737	0.1942	0.06112	1040	9439.100	0.11018
0.9964	29.7	0.03355	0.65	0.02899	590	1117.424	0.528
9.9999	56	0.17857	0.286	0.05234	390.00	425.300	0.917
247.6560	480	0.51595	0.867	-0.02009	6800.00	26234.568	0.2592
191.4737	382	0.50124	0.2529	-0.03328	10200.00	15296.941	0.6668
247.9130	2849.9	0.08699	0.1731	-0.02124	6600	43708.609	0.151
238.3474	1,165	0.20459	0.194	-0.01673	26000	51383.399	0.506
816.9975	2,250	0.36311	0.231	0.01011	42000	152894.066	0.2747
-1.6525	-16	0.10328	0.1259	0.01108	465	877.358	0.53
369.9967	796	0.46482	0.504	-0.09517	11900	58823.529	0.2023
664.0012	701	0.94722	0.196	-0.03667	26000	55762.879	0.46626
400.0061	1245	0.32129	0.4088	-0.06143	12000	96000.000	0.125
11999.6339	16,515	0.72659	0.5003	-0.02869	380000	422503.891	0.8994
0.0095	0.022	0.43368	0.52	0.09681	1910	7024.641	0.2719
68.1251	222	0.30687	0.5167	0.03461	3650	16367.713	0.223
0.0450	0.0478	0.94142	0.452	0.05019	4500	18849.747	0.23873
0.0294	0.11	0.26713	0.758	0.02204	19000	137134.608	0.13855
665.5388	1361.02	0.489	0.4734	0.08332	20875	72281.856	0.2888
6.1854	38.63	0.16012	0.594	0.0269	590	2925.136	0.2017
12.6793	41	0.30925	0.6199	0.08403	1320	10909.091	0.121
maksimal		0.947	0.991	0.847			1.227
minimal		0.006	0.0655	-0.09517			0.1
rata-rata		0.311255	0.352437	0.042498			0.425569
stdev		0.220429	0.23313	0.127098			0.267228

3. Uji Normalitas Data dengan *Kolmogorov Smirnov Test*

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		dpr	fcf	beta	mbtv
N		95	95	95	95
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,3112550	,3524375	,0265045	,4255694
	Std. Deviation	,22042869	,23313012	,04754884	,26722780
Most Extreme Differences	Absolute	,137	,134	,134	,138
	Positive	,137	,134	,064	,138
	Negative	-,093	-,109	-,134	-,112
Kolmogorov-Smirnov Z		1,332	1,309	1,302	1,344
Asymp. Sig. (2-tailed)		,058	,065	,067	,054

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

4. Hasil Uji Multikolinieritas dan Analisis Regresi Linier Berganda

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	,475	,057		8,268	,000		
1 fcf	-,216	,096	-,228	-2,249	,027	,963	1,039
beta	-,307	,177	-,177	-1,736	,086	,954	1,048
mbtv	-,175	,083	-,212	-2,111	,038	,978	1,022

a. Dependent Variable: dpr

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,453	3	,151	3,340	,023 ^b
	Residual	4,114	91	,045		
	Total	4,567	94			

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,315 ^a	,099	,069	,21263310

a. Predictors: (Constant), mbtv, fcf, beta

b. Dependent Variable: dpr

Change Statistics

R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
,099	3,340	3	91	,023

5. Hasil Korelasi Parsial *Pearson*

Correlations

		dpr	fcf	beta	mbtv
Dpr	Pearson Correlation	1	-,183	-,113	-,176
	Sig. (2-tailed)		,075	,275	,088
	N	95	95	95	95
Fcf	Pearson Correlation	-,183	1	-,171	-,069
	Sig. (2-tailed)	,075		,098	,508
	N	95	95	95	95
beta	Pearson Correlation	-,113	-,171	1	-,116
	Sig. (2-tailed)	,275	,098		,261
	N	95	95	95	95
mbtv	Pearson Correlation	-,176	-,069	-,116	1
	Sig. (2-tailed)	,088	,508	,261	
	N	95	95	95	95

6. Data Total Aset Tetap dan Rasio DER Perusahaan

Nama	Total Aset Tetap				
	2009	2010	2011	2012	2013
ACES	521.93	596.3	625.4	698.1	731.7
EKAD	179.209	207.819	237.592	273.893	343.601
ASII	19	22	29	34	38
ICBP	6.012	6.343	6642.6	7865.1	8.231
INDF	14.32	14.78	15.354	17.819	21.267
MYOR	3.246	4.399	6.599	8.302	8.679
GGRM	23779	24072	27230	30741	39088
MRAT	354.78	386.352	422.493	455.473	439.584
TCID	436.449	431.649	671.882	768.616	726.505
UNVR	3.883	4.973	6.036	6.949	7.13
LION	37.545	39.51	38.001	38.694	69.747
DLTA	226.79	254.999	347.107	467.146	561.938
UNIC	59.01	61.29	63.819	51.976	46.94
AUTO	9.192	9.5	10.204	12.419	14.963
CTBN	198.297	273.675	318.921	389.012	435.93
GDYR	14,289	14,560	15,340	16,973	17,527
INTP	13.277	15.346	18.151	22.755	26.607
KAEF	402.062	413.197	426.72	449.14	498.644
KLBF	1780554	1995227	2318431	2976246	3109829
Rata-rata	95847.71	107189.5	124783.2	159764.2	166864.4
Peningkatan	11.83318	16.41359	28.03342	4.444168	

Nama	DER				
	2009	2010	2011	2012	2013
ACES	521.93	596.3	625.4	698.1	731.7
EKAD	179.209	207.819	237.592	273.893	343.601
ASII	19	22	29	34	38
ICBP	6.012	6.343	6642.6	7865.1	8.231
INDF	14.32	14.78	15.354	17.819	21.267
MYOR	3.246	4.399	6.599	8.302	8.679
GGRM	23779	24072	27230	30741	39088
MRAT	354.78	386.352	422.493	455.473	439.584
TCID	436.449	431.649	671.882	768.616	726.505
UNVR	3.883	4.973	6.036	6.949	7.13
LION	37.545	39.51	38.001	38.694	69.747
DLTA	226.79	254.999	347.107	467.146	561.938
UNIC	59.01	61.29	63.819	51.976	46.94
AUTO	9.192	9.5	10.204	12.419	14.963
CTBN	198.297	273.675	318.921	389.012	435.93
GDYR	14,289	14,560	15,340	16,973	17,527
INTP	13.277	15.346	18.151	22.755	26.607
KAEF	402.062	413.197	426.72	449.14	498.644
KLBF	1780554	1995227	2318431	2976246	3109829
Rata-rata	95847.71	107189.5	124783.2	159764.2	166864.4
Peningkatan	11.83318	16.41359	28.03342	4.444168	