

Asal :	Harahap Jember	TS
Terima di :	15 JAN 2005	658-15
No. Induk :		WIN
Pengantar :	fu	a



**ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI *DIVIDEND*
PAYOUT RATIO PADA KELOMPOK PERUSAHAAN
LQ-45 DI BURSA EFEK JAKARTA**

TESIS



**Untuk Memperoleh Gelar Magister Manajemen (MM)
Pada Program Pasca Sarjana
Program Studi Magister Manajemen
Universitas Jember**

Oleh :

ARI EDI WINARSA

NIM: 010820101048

**UNIVERSITAS JEMBER PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
2004**

LEMBAR PENGESAHAN TESIS

Tesis Ini Telah Diterima
Tanggal, Juni 2004

Pembimbing I



Dr. R. Andi Sularso, MSM.
NIP. 131 624 475

Pembimbing II



Tatok Endhiarto, SE, M.Si
NIP. : 131 832 339

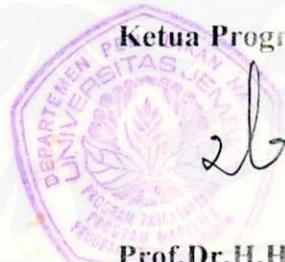
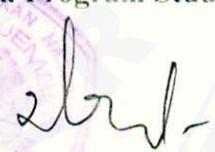
Mengetahui :

Direktur Program Pascasarjana
Universitas Jember



Prof. Ir. I Made Sedhana
NIP. 130 206 216

Ketua Program Studi Manajemen



Prof. Dr. H. Harijono, SU.Ec.
NIP : 130 350 765

JUDUL TESIS

**ANALISIS FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
DIVIDEND PAYOUT RATIO PADA KELOMPOK
PERUSAHAAN LQ-45 DI BURSA EFEK JAKARTA**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : ARI EDI WINARSA
N.I.M : 010820101048
Program Studi : MANAJEMEN
Konsentrasi : MANAJEMEN KEUANGAN

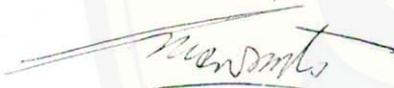
telah dipertahankan di depan Tim Penguji pada tanggal

30 JUNI 2004

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Manajemen Program Pascasarjana Universitas Jember.

Susunan Tim Penguji

Ketua,



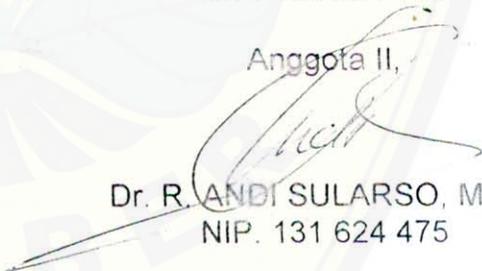
Drs. POERWANTO, MA.
NIP. 131 403 359

Anggota I,



Drs. H. MARJANTO, MM.
NIP. 130 324 100

Anggota II,



Dr. R. ANDI SULARSO, MSM.
NIP. 131 624 475



Mengetahui/Menyetujui

Universitas Jember Program Pascasarjana
Program Studi Manajemen
Ketua Program Studi


Prof. Dr. H. Harijono, SU.Ec.
NIP. 130 350 765

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah melimpahkan taufik dan hidayah-Nya sehingga peneliti yang berjudul "**Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Kelompok Perusahaan LQ-45 Di Bursa Efek Jakarta**" ini dapat penulis selesaikan dengan baik.

Penyelesaian penelitian dan penulis karya ilmiah ini tidak lepas dari bantuan berbagai pihak. Oleh karena itu, penulis menyampaikan terima kasih dan penghargaan kepada :

1. Dr. R. Andi Sularso, MSM selaku pembimbing I
2. Tatok Endhiarto, SE, M.Si, selaku pembimbing II, atas kesediaannya memberikan bimbingan dan saran penulis Tesis ini.
3. Ketua Program Studi dan Sekretaris Program Studi Magister Manajemen Universitas Jember.
4. Direktur Program Pascasarjana Universitas Jember.
5. Seluruh Dosen dan Karyawan Program Mgister Manajemen Universitas Jember yang telah banyak membantu dan memberikan pengarahan selama studi.

Penulis menyadari bahwa penelitian ini masih banyak kekurangan, oleh karena itu dengan kerendahan hati penulis mengharapkan adanya kritik dan saran dari pembaca demi kesempurnaan penyusunan karya tulis ilmiah yang lebih baik di masa depan.

Akhirnya semoga Tesis ini dapat bermanfaat bagi semua pihak dan menjadi sumber ide bagi penulis selanjutnya.

Penulis

RINGKASAN

Dividen adalah salah satu dari tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. Karena dividen perusahaan adalah suatu hal penting, sebab akan mempengaruhi harga saham dan akan mempengaruhi nilai perusahaan itu. Permasalahan utama kebijakan dividen adalah apakah perusahaan akan membayar dividen ke pemegang saham atau akan menginvestasikannya kembali laba yang diperoleh dan berapa banyak proporsi laba yang akan dibayar sebagai dividen.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh beberapa faktor terhadap kebijakan dividen untuk perusahaan LQ-45 yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Studi ini adalah suatu penelitian literatur, dimana data yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan yang masuk dalam LQ-45 dan tercatat pada Bursa Efek Jakarta (BEJ). Data daam penelitian ini diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory 2003.

Ada lima variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) serta satu variabel dependent yaitu *Dividend Payout Ratio* (DPR). Analisa Statistik yang digunakan adalah analisa regresi linier berganda untuk menguji pengaruh dari lima variabel bebas, yang secara serempak atau secara parsial terhadap dividen payout ratio (DPR).

Hasil dari penelitian ini ditemukan bahwa (1) secara serempak, ada pengaruh penting dari lima variabel bebas, hal ini ditunjukkan dengan nilai koefisien determinan berganda (R^2) yaitu sebesar 0.766. Hal ini berarti 76.6% perubahan yang terjadi pada *dividend payout ratio* (DPR) bisa diterangkan oleh lima variabel bebas; (2) Secara parsial, lima variabel bebas yang berpengaruh secara parsial, yaitu variabel ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*). Dan secara parsial yang memiliki kontribusi dominan terhadap variabel DPR adalah variabel pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*).

ABSTRACT

Dividend is one of a return that is expected by investors. For a company, dividend is an important thing, because it will influence price of stock and furthermore will influence value of the company. Main problem of dividend policy is whether the company will pay dividend to stockholders or to reinvest earnings that is obtained and how much proportion of the earnings will be paid as dividend.

The objective of this research is to examine influence for several factors against dividend policy for LQ-45 company that it is measured by dividend pay out ratio (DPR).

This study is a literature research, the data which used is financial report for LQ-45 company that has go public at Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan it was obtained from Indonesia Capital Market Directory in the 2000-2002.

There are five independent variables that is used in this study that were firm size, capital structure variability, growth of operation income, cash flow variability dan dividend stability dan one dependent variable that it is dividend pay out ratio (DPR). Statistic analysis that used is multiple linear regressions analysis to examine the influence for five independent variables, simultaneously or partially against dividend payout ratio (DPR).

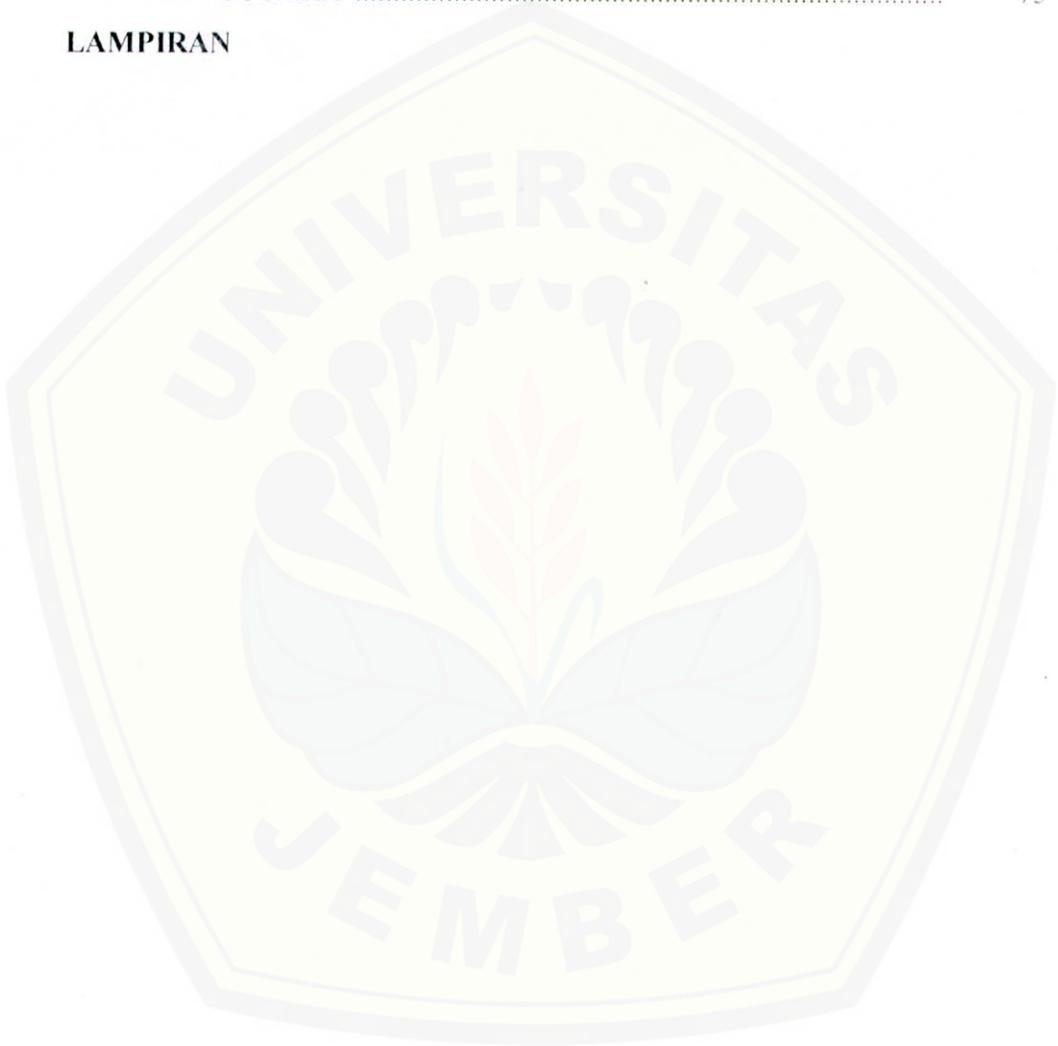
The result of this study are (1) simultaneously, there were significant influence from five independent variables, it were showed by multiple coefficient determination value (R^2) it was 0.766, that meant there was 76.6% changed occurred for dividend pay out ratio (DPR) that it could be explained by five independent variable, (2) Partially, five independent variable that it influenced significant, it were capital structure variability, operation profit growth, cash flow variability and dividend stability variable influence significant to dividend pay out ratio.

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN LEMBAR PENGESAHAN	ii
HALAMAN PENETAPAN PANITIA PENGUJI	iii
KATA PENGANTAR	iv
RINGKASAN	v
ABSTRACT	vi
DAFTAR ISI	vii
DAFTAR TABEL	ix
DAFTAR GAMBAR	x
DAFTAR LAMPIRAN	xi
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah	12
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	13
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Landasan Teori	14
2.1.1 Investasi Dalam Bentuk Saham	14
2.1.1.1 Pengertian Investasi Dalam Bentuk Saham	14
2.1.1.2 Jenis-Jenis Saham	15
2.1.1.3 Macam-Macam Motif Investasi	17
2.1.1.4 Strategi Investasi	18
2.1.2 Pendapatan Saham	18
2.1.3 Dividen	21
2.1.3.1 Pengertian Dividen	21
2.1.3.2 Kebijakan Dividen	21
2.1.3.3 Teori Kebijakan Dividen	23
2.1.3.4 Ukuran <i>Dividend Policy</i>	24

2.1.4 Dividend Payout Ratio	25
2.1.5 Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	26
2.2 Penelitian Terdahulu	36
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS	
3.1 Kerangka Konseptual	40
3.2 Hipotesis	40
BAB IV METODE PENELITIAN	
4.1 Rancangan Penelitian	42
4.2 Variabel Penelitian	42
4.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian	43
4.4 Populasi dan Sampel Penelitian	44
4.5 Jenis dan Sumber Data	44
4.6 Prosedur Pengumpulan Data	45
4.7 Teknik Analisis	45
BAB V HASIL PENELITIAN, ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN	
5.1 Perkembangan Bursa Efek Jakarta	49
5.2 Gambaran Umum Perusahaan Sampel Penelitian	51
5.3 Deskripsi Variabel	52
5.3.1 Deskripsi Variabel DPR	52
5.3.2 Deskripsi Total Aset	53
5.3.3 Deskripsi Variabel Variabilitas Struktur Modal	54
5.3.4 Deskripsi Variabel Pertumbuhan Laba	55
5.3.5 Deskripsi Variabilitas Arus Kas	56
5.3.6 Deskripsi Variabel Stabilitas Dividen	57
5.4 Analisis Data	58
5.4.1 Hasil Analisis Regresi	58
5.4.2 Uji Hipotesis	60
5.4.3 Pengujian Asumsi Klasik	66

5.5 Pembahasan	68
5.5.1 Pengaruh Variabel Bebas Secara Simultan	68
5.5.2 Pengaruh Variabel Bebas Secara Parsial	69
BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN	
6.1 Kesimpulan	73
6.2 Saran	74
DAFTAR PUSTAKA	75
LAMPIRAN	

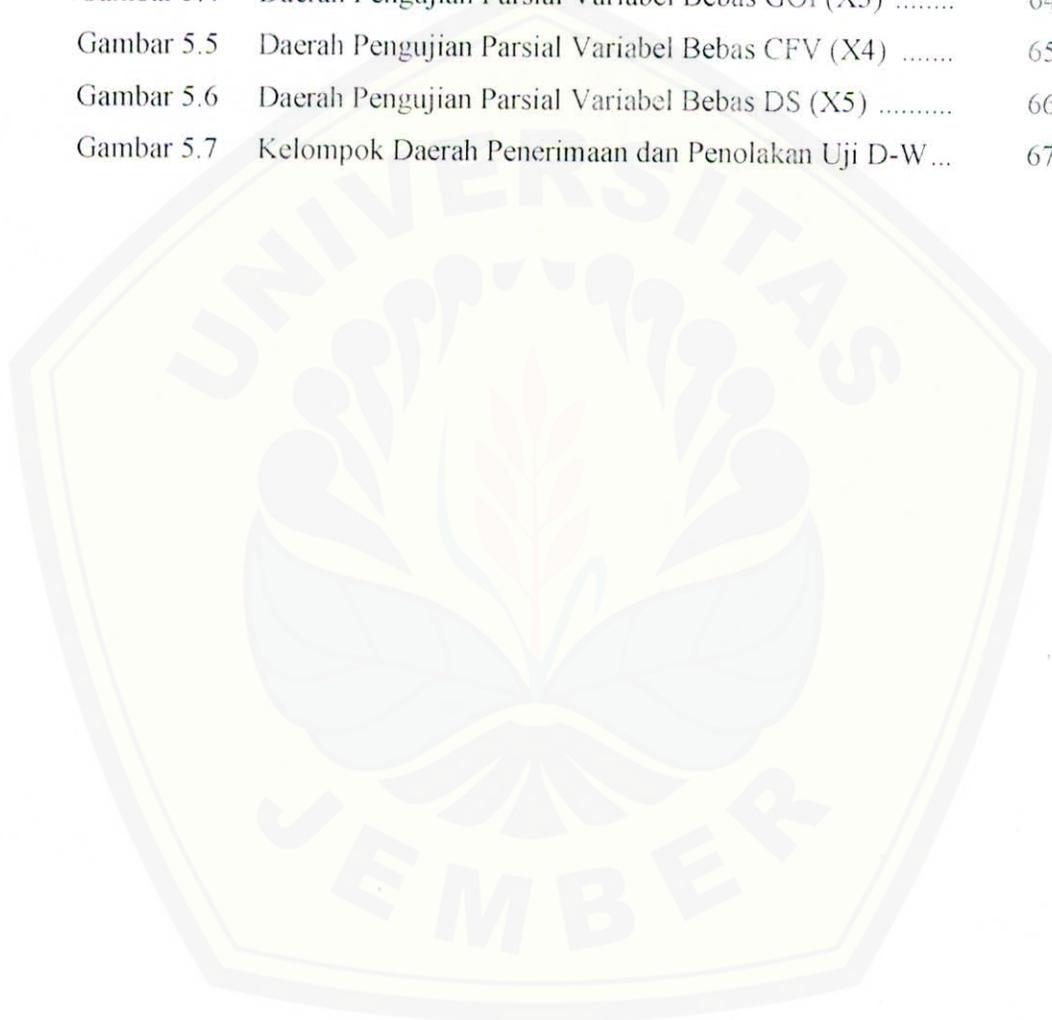


DAFTAR TABEL

	HALAMAN
Tabel 1.1 Posisi Kredit Investasi Dan Kredit Modal Kerja	2
Tabel 1.2 Realisasi Kredit Investasi Bank Umum	3
Tabel 1.3 Aktivitas Perdagangan Di BEJ	4
Tabel 1.4 Perkembangan Indikator Ekonomi Indonesia	5
Tabel 1.5 Sumber Pembelanjaan Beberapa Perusahaan	7
Tabel 1.6 Perkembangan Debt to Equity Perusahaan Manufaktur	9
Tabel 1.7 Perkembangan DPR Beberapa Perusahaan Manufaktur	10
Tabel 5.1 Perkembangan Jumlah Emiten, Kapitalisasi Pasar dan IHSG ..	49
Tabel 5.2 Gambaran Singkat Perusahaan Sampel Penelitian	52
Tabel 5.3 DPS, EPS dan DPR Kelompok Industri LQ-45	53
Tabel 5.4 Nilai Total Aset Sampel Perusahaan LQ-45	54
Tabel 5.5 Variabilitas Struktur Modal Sampel Perusahaan LQ-45	55
Tabel 5.6 Laba Operasi Sampel Perusahaan LQ-45	56
Tabel 5.7 Variabilitas Arus Kas Sampel Perusahaan LQ-45	56
Tabel 5.8 DPS Sampel Perusahaan LQ-45 di BEJ	57
Tabel 5.9 Hasil Analisis Regresi	58
Tabel 5.10 Uji Statistik t	63
Tabel 5.11 Uji Non Multikolinieritas	66
Tabel 5.12 Tabel Uji Heteroskedastisitas	68

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual	40
Gambar 5.1 Daerah Penolakan dan Penerimaan H_0 Secara Simultan ..	61
Gambar 5.2 Daerah Pengujian Parsial Variabel Bebas LNTA (X1)	63
Gambar 5.3 Daerah Pengujian Parsial Variabel Bebas SDCS (X2)	64
Gambar 5.4 Daerah Pengujian Parsial Variabel Bebas GOI (X3)	64
Gambar 5.5 Daerah Pengujian Parsial Variabel Bebas CFV (X4)	65
Gambar 5.6 Daerah Pengujian Parsial Variabel Bebas DS (X5)	66
Gambar 5.7 Kelompok Daerah Penerimaan dan Penolakan Uji D-W...	67



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Data Variabel-Variabel Perusahaan

Lampiran 2 Regression

Lampiran 3 Uji Non Multikolinearitas

Lampiran 4 Uji Heteroskedastisitas





BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tahun 1990 sampai dengan tahun 1996 rata-rata pertumbuhan ekonomi mencapai 7,6%. Angka ini lebih tinggi bila dibandingkan dengan rata-rata pertumbuhan ekonomi tahun 1980-an, yaitu hanya 6,7%. Keberhasilan mencapai pertumbuhan ekonomi tersebut tentunya tidak terlepas dari berbagai paket deregulasi yang telah dilakukan oleh pemerintah guna mewujudkan tujuan pemerintah untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.

Paket deregulasi yang dimaksud adalah serangkaian langkah-langkah kebijaksanaan di bidang keuangan, moneter dan perbankan yang lebih dikenal dengan Pakto 27, 1988, dimana sasaran kebijakan ini diantaranya adalah (1) meningkatkan penerahan dana masyarakat, yaitu dengan pemberian kemudahan pembukaan kantor bank. Pedirian bank swasta baru, pendirian dan usaha BPR, penerbitan sertifikat deposito dan perluasan tabungan; dan (2) kemampuan pengendalian pelaksanaan kebijaksanaan moneter, yaitu dengan cara likuiditas wajib minimum untuk perbankan diturunkan dari 15% menjadi 2% dari jumlah dana pihak ketiga serta Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan (SBPU) yang semula hanya berjangka waktu 7 hari, sekarang ditambah dengan yang berjangka panjang sampai dengan 6 bulan. (Usman, 1990:42)

Pakto 27, 1988 di atas, akan memotivasi berdirinya bank-bank baru dan pembukaan kantor-kantor cabang baru, sehingga jumlah perbankan semakin banyak dan persaingan akan semakin ketat, baik dalam menghimpun dana dari *ultimate lender* (pihak surplus) maupun dalam pengalokasian/pendistribusian dana kepada *ultimate borrowers* (pihak defisit). Dengan demikian para pengusaha (perusahaan manufaktur) akan semakin mudah untuk memperoleh tambahan dana (hutang bank) dan pada tingkat bunga pinjaman yang kompetitif. Kemudahan pengusaha memperoleh pinjaman tampak pada tabel 1.1.

Tabel 1.1
Posisi Kredit Investasi Dan Kredit Modal Kerja Bank Umum
Tahun 1995-2002 (Dalam Rupiah)

Tahun	Kredit Modal Kerja (Milyar Rupiah)	Perubahan (%)	Kredit Investasi (Milyar Rupiah)	Perubahan (%)
1995	76.244	-	20.734	-
1996	87.077	14	25.748	24
1997	87.695	1	35.223	37
1998	107.558	23	42.713	21
1999	141.744	32	47.136	10
2000	175.337	24	59.274	26
2001	222.478	27	70.443	19
2002	277.399	25	100.735	43

Sumber : Laporan Bank Indonesia, 2002

Tabel 1.1, menginformasikan bahwa besarnya kredit, baik kredit investasi maupun modal kerja yang disalurkan bank umum pada berbagai sektor usaha semakin meningkat, dengan proporsi jumlah kredit modal kerja lebih besar. Kondisi ini memberikan gambaran bahwa volume kegiatan operasional pada berbagai sektor usaha semakin besar, selain itu kredit investasi yang mengalami peningkatan dengan rata-rata setiap tahun sekitar 25% menunjukkan bahwa peluang perusahaan untuk ekspansi akan lebih luas.

Perkembangan kredit investasi yang dilakukan mulai tahun 1995 sampai dengan tahun 2002 oleh bank umum berdasarkan sektor usaha, sebagian besar terserap di sektor industri dan diikuti sektor jasa, seperti tampak pada tabel 1.2. Khusus tahun 2002 realisasi kredit investasi pada semua sektor ekonomi mengalami kenaikan yang sangat besar, di mana kenaikan terbesar terjadi pada sektor pertambangan dan diikuti sektor industri serta jasa. Fenomena ini tampaknya dampak krisis ekonomi yang terjadi mulai pertengahan tahun 2002.

Tabel 1.2
Realisasi Kredit Investasi Bank Umum Menurut Sektor Ekonomi Selama
Tahun 1995 – 2002 (Dalam Milyar Rupiah)

Tahun	Pertanian	Pertambangan	Perindustrian	Perdagangan	Jasa-jasa	Lain-lain	Total
1995	4.520	373	8.920	2.157	4.307	457	20.734
1996	5.450	459	10.484	3.372	5.032	951	25.748
1997	7.050	459	15.416	4.099	7.150	1.049	35.228
1998	8.730	310	17.371	7.192	9.110	0	42.713
1999	9.865	196	19.516	6.154	11.405	0	47.136
2000	10.564	256	23.159	8.468	16.827	0	59.274
2001	11.737	405	24.248	11.891	22.162	0	70.443
2002	14.629	1.321	35.094	17.928	31.763	0	100.735

Sumber : Laporan Bank Indonesia 2002

Alternatif sumber dana bagi para pengusaha semakin besar dengan adanya deregulasi yang diatur dalam Paket Kebijakan 20 Desember 1988 tentang pasar modal, dimana langkah-langkah kebijaksanaan dalam rangka peningkatan pasar modal antara lain; (1) persyaratan untuk *go-public* dipermudah; (2) Emiten yang efeknya di Bursa Efek lain dapat dicatatkan efek-efeknya di BEJ; (3) penyelenggaraan Bursa Efek oleh swasta; dan (4) pembukaan Bursa Efek di beberapa kota. (Usman, 1999:28)

Pakdes 20, 1988 tersebut, tampaknya mampu meningkatkan jumlah perusahaan yang *go-public* serta aktivitas perdagangan saham di Bursa Efek Jakarta. Hal ini berarti ketergantungan sumber dana perusahaan dari perbankan dapat dieliminir dan pemenuhan kebutuhan dana relatif tercukupi. Perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat pada tabel 1.3.

Tabel 1.3, menginformasikan bahwa dengan adanya deregulasi tentang pasar modal, telah mendorong perusahaan untuk *go-public*. Indikasinya terlihat dari semakin bertambahnya jumlah emiten dari 24 perusahaan tahun 1988 menjadi 57 perusahaan pada tahun 1989 (naik 137,5%) dan 125 perusahaan tahun 1990 (naik 420% dari tahun 1988), serta pada tahun 1998 jumlah perusahaan yang *go-public* menjadi 288 perusahaan (naik 1.096% dari tahun 1988), selanjutnya pada tahun 2000 menjadi 295 perusahaan.

Volume perdagangan saham, juga terus meningkat setelah pemerintah melalui Pakdes 20, 1988 meniadakan pembatasan terhadap perubahan harga saham sebesar 4% per hari dan investor asing diperbolehkan membeli dan memiliki 49% dari jumlah modal yang disetor perusahaan yang *go-public*. Pada

tahun 1988 volume perdagangan hanya 6.944.592 lembar menjadi 96.088.726 lembar pada tahun 1989 (meningkat 1.283%) dengan nilai perdagangan sebesar Rp. 30.591,90 juta tahun 1988 menjadi Rp. 990.364,90 juta pada tahun 1989 (meningkat 3.137%), dan kenaikan volume perdagangan berlanjut hingga tahun 2000. Khusus nilai perdagangan (tahun 1998 dan tahun 2000) mengalami penurunan dibandingkan tahun sebelumnya dan kejadian ini tidak pernah terjadi sejak deregulasi pasar modal, fenomena ini tampaknya akibat krisis ekonomi.

Tabel 1.3
Aktivitas Perdagangan Di Bursa Efek Jakarta (BEJ) Tahun 1986 – 2001

Tahun	Jml Emiten	Kurs Rp/US\$ (Rerata)	Volume Perdagangan (lembar)	Nilai perdagangan (Jutaan Rp.)	Frek. (Kali)	Hari Trans.	IHSG	Kapitalisasi Pasar (Rp)
1986	24	1.125	1.610.914	3.206,00	N/a	244	66,53	89.330.000.000
1987	24	1.641	1.428.228	1.816,00	N/a	248	66,69	94.230.000.000
1988	24	1.650	2.523.374	5.184,00	N/a	246	82,58	100.095.203.732
1989	24	1.729	6.944.592	30.591,90	N/a	251	305,12	449.237.227.025
1990	56	1.795	96.088.726	990.364,90	N/a	247	399,69	4.309.444.178.950
1991	122	1.901	699.866.576	7.282.587,30	N/a	243	417,79	14.186.633.982.250
1992	141	1.954	1.006.244.866	5.757.867,10	N/a	245	247,39	16.435.891.904.652
1993	153	2.034	1.706.920.201	7.959.454,20	N/a	247	274,34	24.839.446.042.275
1994	172	2.089	3.844.031.699	19.088.056,00	251.742	246	588,77	69.299.599.701.000
1995	218	2.164	5.292.580.825	25.488.019,00	373.867	245	469,64	103.835.241.141.600
1996	238	2.252	10.646.444.247	32.358.355,00	609.469	246	513,85	152.246.463.300.675
1997	254	2.347	29.527.727.838	75.730.000,00	1.758.608	249	637,43	215.026.098.082.950
1998	284	4.650	76.599.170.013	120.385.000,00	2.972.486	246	401,71	159.929.859.633.600
1999	289	9.874	90.621.000.000	99.685.000,00	3.506.090	247	398,04	175.728.976.824.225
2000	290	7.808	178.487.000.000	147.880.000,00	4.549.254	247	676,92	451.810.000.000.000
2001	325	8.534	134.531.000.000	122.775.000,00	2.932.036	139	416,32	259.620.000.000.000

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory*, 2002; *JSX Statistic* tahun 1986-2001, serta Laporan Bank Indonesia Akhir, Jakarta 1986-2001

Tahun 1988 Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) hanya Rp. 82,58,- dan menjadi Rp. 305,12,- tahun 1989, sedangkan IHSG tertinggi terjadi pada tahun 1997, yaitu sebesar Rp. 637,43,- dengan kurs (Rp. 2.347/dollar). Walaupun tahun 2000 IHSG sebesar Rp. 676,92,- tetapi dengan kurs (Rp. 7.808/dollar), yaitu tiga kali lipat kurs tahun 1996. peningkatan IHSG tersebut, tentunya tidak lepas dengan mulai diaktifkannya kembali PT. Bursa Efek Jakarta yang semula dikelola oleh Bapepam, dan pada tahun 1990 juga PT. Bursa Efek Jakarta diswastakan.

Menurut Weston (1998:3), perkembangan pasar modal yang pesat ini mempunyai peran penting dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi karena pasar modal mempunyai 2 (dua) fungsi, yaitu fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Dalam melaksanakan fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang kelebihan kepada pihak yang kekurangan dana sedangkan dalam melaksanakan fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang diperlukan oleh pihak-pihak yang memerlukan dana tanpa harus terlibat langsung dalam aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Perkembangan lembaga keuangan dan aktivitas pasar modal yang demikian pesat menjadi tidak banyak artinya ketika terjadi krisis. Krisis moneter yang “geliat”nya terasa sejak Juli 1997, berlanjut di sepanjang tahun 1998 (Laporan Perekonomian Indonesia – BPS, Jakarta 1998). Hal ini ditunjukkan dengan penurunan pertumbuhan *Product Domistic Bruto* (PDB), yaitu tahun 1994 tumbuh sebesar 7,54%; tahun 1995 sebesar 8,22%; tahun 1996 tumbuh sebesar 7,82%; tahun 1997 sebesar 4,91% dan bahkan pada tahun 1998, menurut data BPS perekonomian Indonesia mengalami kontraksi hebat, yaitu ditunjukkan oleh tumbuhnya PDB sebesar -13,68%. Besarnya inflasi selalu di bawah 2 (dua) digit, yang akhirnya tahun 1998 melampaui “*police line*” tersebut, yakni mencapai 77,63%. Melambungnya harga-harga barang di pasaran yang dipicu oleh merosotnya nilai tukar rupiah, jelas telah menurunkan daya beli masyarakat.

Kurs rupiah rata-rata sebesar Rp. 10.315,- per dollar AS pada tahun 2002 tersebut, Indonesia kembali masuk dalam barisan “Negara Miskin”, yaitu dari 22,4 jutajawa pada tahun 2000 dan meningkat menjadi 79,4 juta jiwa di tahun 2002, untuk lebih jelas dapat dilihat pada tabel 1.4 berikut:

Tabel 1.4
Perkembangan Indikator Ekonomi Indonesia 1998 – 2002

No.	Inikator	1998	1999	2000	2001	2002
1	Pertumbuhan Ekonomi (%)	7,54	8,22	7,82	4,91	-13,68
2	Bunga Deposito Berjangka Bank Umum dalam 1 bulan (%)	12,42	16,72	16,92	23,01	60,38
3	Inflasi (%)	9,24	8,64	6,47	11,05	77,63
4	Kurs (\$US)	2.200	2.308	2.383	4.650	10.315

Sumber : BPS, Bank Indonesia, dan APBN, 2002.

Krisis ekonomi yang terjadi di Indonesia, tentunya akan semakin menggelembungkan kebutuhan dana perusahaan. Hal ini disebabkan dengan semakin mahalnya faktor-faktor produksi dan juga semakin besarnya biaya penggunaan sumber dana, khususnya sumber eksternal. Kondisi tersebut menuntut manajer pembelanjaan lebih berhati-hati, terutama dalam mengelola struktur keuangannya agar dapat mempertahankan dan bahkan meningkatkan nilai perusahaan.

Berbagai studi menunjukkan bahwa dana internal memberikan persentase yang tinggi dari total sumber dana dalam negara maju, artinya sumber dana internal proporsinya lebih besar dibandingkan sumber dana eksternal, dimana selama periode antara tahun 1983 – 1988, rasio dana internal sedikit lebih tinggi di Perancis, Jerman dan Inggris, tetapi sedikit lebih rendah di Jepang 63,2% untuk tahun 1984 – 1988. (Remolona dalam Weston and Copeland, 1997:378)

Teori *pecking order* menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan di Amerika memilih laba ditahan (sumber dana internal) sebagai sumber dana utama dan dalam urutan preferensi berikutnya adalah hutang, sedangkan yang terakhir pendanaan modal saham. (Meyers dalam Klein and Briant, 1994:141)

Kebijakan pembelanjaan perusahaan manufaktur yang dihubungkan dengan *pecking order theory*, menunjukkan bahwa sebagian besar menggunakan sumber pendanaan eksternal dengan proporsi hutang lebih besar, seperti tampak pada tabel 1.5, walaupun perusahaan besar seperti, PT. Goodyear Indonesia, PT. Multi Bintang Indonesia dan PT. Gudang Garam; dalam struktur pembelanjaannya mengindikasikan optimalisasi laba ditahan (sumber dana internal). Hal ini ditunjukkan dengan peningkatan laba ditahan secara terus menerus dengan prosentase yang lebih besar dibandingkan hutang, artinya urutan pembiayaan perusahaan tersebut mengarah pada konsep *pecking order theory*.

Tabel 1.5
Sumber Pembelanjaan Beberapa Perusahaan Manufaktur Yang Go-Public
Di BEJ (1997-2002) (Jutaan Rupiah)

No.	Nama Perusahaan	Tahun	Hutang Bank	Total Hutang	Total Equity	Laba Ditahan
1.	PT. Goodyear Indonesia	1997	-	86.311	125.965	84.965
		1998	-	72.593	130.545	89.545
		1999	-	98.990	129.742	88.742
		2000	-	149.573	174.925	133.925
		2001	-	105.427	242.576	201.576
		2002	-	155.052	251.100	210.100
2.	PT. Multi Bintang Indonesia	1997	-	143.856	123.270	100.398
		1998	-	125.388	252.218	128.948
		1999	-	276.163	185.404	162.532
		2000	-	162.982	224.608	204.150
		2001	-	162.982	247.722	224.850
		2002	-	218497	215.109	192.237
3.	PT. Unggul Indah Corp.	1997	209.088	502.808	250.973	91.823
		1998	183.173	514.763	270.554	111.404
		1999	267.840	787.417	327.909	168.759
		2000	525.664	1.376.557	354.758	195.608
		2001	22.990	1.226.721	454.406	(249.155)
		2002	1.087.271	1.375.149	673.432	(335.419)
4.	PT. Aqua Golden Missisipi	1997	14.143	71.532	28.616	16.010
		1998	13.103	75.946	37.645	25.039
		1999	23.250	108.706	44.377	22.485
		2000	-	109.859	66.268	44.376
		2001	-	130.980	85.864	63.972
		2002	-	217.244	123.774	101.882
5.	PT. Inti Indorayon Utama	1997	6.924	698.899	950.702	314.960
		1998	35.445	1.092.996	870.565	234.823
		1999	122.128	2.260.583	438.031	(197.711)
		2000	520.849	3.637.437	1.203.592	(1.197.514)
		2001	-	3.514.486	1.524.647	(1.056.432)
		2002	-	3.854.387	1.624.824	(869.456)
6.	PT. Panasia Indosyntex/ Hadtex	1997	52.530	529.742	398.582	114.332
		1998	105.467	668.522	419.462	135.212
		1999	236.907	1.436.250	205.038	(79.212)
		2000	316.974	2.055.188	181.415	(102.835)
		2001	288.763	2.131.838	87.970	(196.280)
		2002	279.034	2.220.729	144.957	(139.293)
7.	PT. Gudang Garam	1997	938.590	1.879.018	2.035.529	1.019.765
		1998	393.893	1.767.896	2.546.427	1.530.683
		1999	705.162	2.135.224	3.164.626	2.148.882
		2000	610.882	2.518.319	4.014.597	2.998.853
		2001	248.500	2.283.367	5.793.549	4.777.805
		2002	2.731.973	4.732.087	6.111.108	5.095.364
8.	PT. H. M. Sampoerna	1997	-	600.409	1.116.668	618.737
		1998	-	1.493.956	1.400.680	891.525
		1999	297.065	2.418.655	1.454.390	961.174
		2000	368.913	3.608.211	1.615.403	1.122.187
		2001	91.153	3.395.365	3.097.320	2.452.904
		2002	286.155	4.702.953	3.821.862	3.177.446

Sambungan

9.	PT. Eratex Djaya	1997	52.278	70.166	68.136	17.426
		1998	77.711	99.040	68.310	17.600
		1999	57.581	575.313	163.533	31.033
		2000	72.638	700.759	209.349	76.849
		2001	71.624	281.721	64.972	14.261
		2002	134.429	449.154	65.834	15.124
		10.	PT. Mayora Indah	1997	67.252	111.963
1998	36.544			229.511	579.914	132.410
1999	26.500			666.535	579.261	131.757
2000	-			767.768	574.395	126.891
2001	-			684.990	619.759	172.255
2002	-			715.653	596.386	148.882
11.	PT. Gajah Tunggal			1997	435.204	1.659.359
		1998	489.507	3.003.909	1.914.252	250.024
		1999	1.901.527	8.589.221	1.421.357	(242.871)
		2000	2.446.553	10.967.735	1.441.128	(223.100)
		2001	2.385.009	11.229.684	1.026.884	(637.344)
		2002	2.890.925	17.060.704	(2.132.658)	(3.796.886)
		12.	PT. Semen Gresik	1997	-	1.038.060
1998	-			1.763.370	2.467.298	622.080
1999	-			2.673.958	2.612.141	766.923
2000	-			4.510.685	2.578.953	733.735
2001	-			4.463.912	2.739.428	894.210
2002	-			4.498.267	2.981.248	1.140.741

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* 2002

PT. H.M. Sampoerna, PT. Semen Gresik, PT. Aqua Golden Missisipi, PT. Unggul Indah Corp., PT. Eratex Djaya dan PT. Mayora Indah, walaupun sumber pendanaan sebagian besar berasal dari hutang dan dari tahun ke tahun mengalami peningkatan, namun laba ditahan masih menunjukkan angka positif dan ada kecenderungan meningkat. Hutang bank berada di bawah (bahkan tidak ada) dibandingkan laba ditahan. Kondisi ini memberikan gambaran bahwa perusahaan mulai menyadari pentingnya sumber dana internal (laba ditahan), apalagi dalam kondisi krisis. Jadi perusahaan memiliki tanda terhadap *pecking order theory*.

PT. Inti Indorayon Utama, PT. Panasia Indosyntex/Hadtex dan PT. Gajah Tunggal dimana sumber dana yang berasal dari hutang, terus menerus mengalami peningkatan dan melebihi total modal sendiri (*equity*) ditambah laba di tahan, serta hutang bank (*short term debt*) melebihi laba ditahan. Bahkan beberapa perusahaan mengalami kerugian (*accumlated loss*) pada tahun 1999 dan 2000, hal ini kemungkinan disebabkan karena besarnya penggunaan hutang khususnya hutang bank, sehingga perusahaan menanggung beban tetap yang relatif besar,

apalagi adanya krisis dan banyaknya pinjaman yang telah jatuh tempo serta pinjaman yang tidak disertai lindung nilai (pinjaman asing).

Tabel 1.6
Perkembangan *Debt To Equity Ratio* Perusahaan Manufaktur Yang *Go-Public* Di BEJ (1999-2002)

No.	Nama Perusahaan	Thn Go-Public	Debt to Equity Ratio (dlm %)			
			1999	2000	2001	2002
1	PT. Goodyear Indonesia	1980	31	31	76	86
2	PT. Multi Bintang Indonesia	1981	117	83	157	149
3	PT. Unggul Indah Corp.	1989	200	190	240	388
4	PT. Aqua Golden Missisipi	1990	250	202	245	166
5	PT. Inti Indorayon Utama	1990	74	128	516	302
6	PT. Panasia Indosyntex/Hadtex	1990	133	159	700	1.133
7	PT. Gudang Garam	1990	92	69	67	63
8	PT. H. Mandala Sampoerna	1990	54	107	166	223
9	PT. Eratex Djaya	1990	103	145	471	528
10	PT. Mayora Indah	1990	20	40	115	134
11	PT. Gajah Tunggal	1990	155	157	604	761
12	PT. Semen Gresik	1991	45	71	102	175

Sumber : *Indonesian Capital Market Directory* 2002

Tabel 1.6 memberikan gambaran bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur di Indonesia (dalam contoh) menggunakan sumber dana hutang lebih besar bila dibandingkan sumber pendanaan dari modal sendiri dan kecenderungannya dari tahun ke tahun proporsi hutang mengalami peningkatan lebih besar, kecuali PT. Gudang Garam dan PT. Goodyear Indonesia, PT. Mayora Indah dan PT. Semen Gresik, sebelum krisis memiliki hutang relatif lebih sedikit dibandingkan sumber pendanaan dari modal sendiri. Akan tetapi setelah krisis terjadi sebaliknya.

Manajer keuangan selain berusaha menentukan bauran pendanaan yang ideal, yaitu struktur keuangan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan, juga harus membuat keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan seharusnya dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas dan pembelian kembali saham atau laba tersebut sebaiknya ditahan dalam bentuk laba ditahan. Apabila manajer keuangan memutuskan untuk membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen, maka ketergantungan dari sumber pendanaan eksternal menjadi semakin besar.

Tabel 1.7 menunjukkan bahwa pada tahun 1999 hampir semua perusahaan manufaktur (dalam contoh) membagikan dividen tunai dan perusahaan yang

memiliki tingkat hutang lebih kecil dibandingkan dengan modal sendiri, yaitu PT. Multi Bintang Indonesia dan PT. Gudang Garam cenderung membagikan deviden tunai lebih sedikit, hal ini disebabkan apabila perusahaan memperoleh keuntungan bersih (*Earning After Taxes*) cenderung untuk dialokasikan pada laba ditahan. Selanjutnya pada tahun 2000, 2001 dan 2002 sebagian besar perusahaan tidak membagikan dividen, hal ini kemungkinan disebabkan semakin sulit dan mahal nya sumber pendanaan dari luar khususnya hutang atau banyak perusahaan yang *loss*, maka apabila perusahaan memperoleh keuntungan cenderung untuk ditempatkan pada laba ditahan.

Tabel 1.7
Perkembangan DPR Beberapa Perusahaan Manufaktur Yang Go-Public
Di BEJ (1999 – 2002)

No.	Nama Perusahaan	Thn Go-Public	Dividend Payout Ratio (DPR)			
			1999	2000	2001	2002
1	PT. Goodyear Indonesia	1980	-	-	-	40,75
2	PT. Multi Bintang Indonesia	1981	7,63	7,21	10,37	-
3	PT. Unggul Indah Corp.	1989	68,49	-	-	226,47
4	PT. Aqua Golden Missisipi	1990	31,14	-	-	20,76
5	PT. Inti Indorayon Utama	1990	25,00	-	-	-
6	PT. Panasia Indosyntex/Hadtex	1990	41,24	-	-	-
7	PT. Gudang Garam	1990	9,84	-	25,46	46,13
8	PT. H. Mandala Sampoerna	1990	70,27	-	-	-
9	PT. Eratex Djaya	1990	54,64	-	-	-
10	PT. Mayora Indah	1990	38,13	-	36,84	-
11	PT. Gajah Tunggal	1990	77,05	-	-	-
12	PT. Semen Gresik	1991	40,14	-	-	36,15

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2002.

Keputusan pembelanjaan harus dapat menjawab berbagai pertanyaan penting seperti bagaimana pembelanjaan kegiatan perusahaan yang optimal? Bagaimana memperoleh kebutuhan dana untuk investasi yang efisien? Bagaimana komposisi sumber dana optimal yang harus dipertahankan? Apakah perusahaan sebaiknya menggunakan modal asing ataukah modal sendiri? Adakah pengaruh keputusan pembelanjaan perusahaan terhadap nilai perusahaan?, serta bagaimanakah bentuk insentif terbaik untuk meningkatkan prestasi manajemen. (Sartono, 1996:8)

Sifat dinamis dari investasi saham diikuti oleh tingkat pengembalian dan risiko investasi yang tinggi. Investor akan memperoleh tingkat pengembalian apabila ekspektasi dan analisisnya terhadap harga suatu saham benar. Sebaliknya

investor akan menderita kerugian pula apabila ekspektasi dan analisisnya terhadap suatu saham tidak benar. Keterbatasan informasi dan analisis yang dilakukan merupakan salah satu sebab sehingga investor menderita kerugian. Sehubungan dengan hal tersebut kebutuhan informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal juga semakin meningkat.

Salah satu bentuk pengembalian yang diharapkan investor adalah pengembalian dalam bentuk dividen. Pengembalian ini bisa berupa kas atau saham. Pengembalian berupa kas disebut dividen kas (*cash dividend*), sedangkan pengembalian berupa saham disebut dividen saham (*stock dividend*). Pada umumnya perusahaan membagikan dividen berupa kas (*cash dividend*).

Masalah kebijakan dividen ternyata begitu lama menjadi bahan perdebatan yang sengit dan sampai sekarang masih merupakan “teka-teki dividen” (*dividend puzzle*). Modigliani dan Miller (MM) (1961) dengan berbagai asumsinya, menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sebab nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta risiko bisnisnya. Namun Lintner (1962) dan Gordon (1963) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Pendapat MM, Gordon dan Lintner tersebut menjadi bahan kajian sampai sekarang. Weston dan Brigham (1994:203); menegaskan bahwa sampai sekarang belum dapat ditentukan secara pasti, pendekatan mana yang benar dan pendekatan yang salah (atau belum siap untuk mengatakan yang mana dari kedua pendapat tersebut yang lebih baik), walaupun sudah banyak kajian untuk mempertegas posisi kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, seperti Litzenberger dan Ramaswamy (1979).

Apabila diperhatikan kembali, bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh nilai modal sendiri dan nilai hutang. Sementara itu jika diperhatikan model harga saham untuk satu perusahaan yang mengalami pertumbuhan konstan, $P_0 = D_1 / (k_e - g)$, maka menunjukkan pembayaran dividen yang lebih besar (D_1) cenderung meningkatkan harga saham. Kemudian meningkatnya harga saham berarti meningkatnya nilai perusahaan. Tetapi perlu diingat bahwa pembayaran dividen yang semakin besar akan mengurangi kemampuan perusahaan untuk

investasi sehingga akan menurunkan tingkat pertumbuhan perusahaan dan selanjutnya akan menurunkan harga saham.

Bagi investor jangka panjang yang mengharapkan tingkat pengembalian berupa dividen, maka perlu mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi kebijakan dividen, khususnya dividen kas. Kebijakan dividen ini bisa diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) yaitu proporsi dari laba ditahan yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham, dan *Dividend Yield* yang mengukur komponen total return yang berasal dari dividen (Damodaran, 1997:550)

Kebijakan dividen (*dividend policy*) perusahaan khususnya dividen kas ini dipengaruhi banyak faktor diantaranya tingkat profitabilitas kesempatan investasi perusahaan (*profitability of firm's investment opportunity*), pajak (*taxes*), pertimbangan hukum (*legal considerations*), likuiditas dan kebutuhan hutang (*liquidity and debt needs*) dan berbagai biaya yang akan timbul karena kebijakan dividen yang diambil (Schall, 1991:472). Karena dividen umumnya dibayar dengan kas dan bersumber dari laba (*earnings*) maka tingkat laba dan arus kas perusahaan merupakan faktor yang paling penting disamping kebutuhan dana untuk melakukan investasi. Faktor-faktor lainnya yang dianggap dapat mempengaruhi keputusan perusahaan dalam membagikan dividen, antara lain ukuran perusahaan, pertumbuhan laba, fluktuasi arus kas, fleksibilitas struktur modal dan kebijakan pembayaran dividen masa lalu.

Penelitian ini bermaksud untuk meneliti faktor, khususnya faktor ukuran perusahaan, fleksibilitas struktur modal, pertumbuhan laba operasi, fluktuasi arus kas dan stabilitas pembayaran dividen terhadap kebijakan pembayaran dividen, yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang tergabung dalam LQ-45 di Bursa Efek Jakarta.

1.2 Perumusan Masalah

Mengacu pada latar belakang masalah yang disampaikan, maka dapat ditarik rumusan masalahnya sebagai berikut:

1. Apakah variabel ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating*

- income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) ?
2. Apakah variabel ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) ?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengkaji tingkat signifikansi pengaruh variabel ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara parsial terhadap *dividend payout ratio* (DPR).
2. Untuk mengkaji tingkat signifikansi ukuran perusahaan (*firm size*), fleksibilitas struktur modal (*capital structure flexibility*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara simultan terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

1.4 Manfaat Penelitian

1. Dapat memberi sumbangan informasi dan pengetahuan kepada investor, manajemen dan pelaku pasar modal dalam menganalisis keputusan investasi, serta informasi awal bagi penelitian dimasa mendatang.
2. Dapat menambah pengetahuan penulis, karena penelitian ini merupakan aplikasi dari beberapa buku referensi dan dari ilmu yang diperoleh penulis selama kuliah.
3. Memberikan sumbangan khasanah ilm pengetahuan terutama pada bidang manajemen keuangan.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Investasi dalam bentuk saham

2.1.1.1 Pengertian investasi dalam bentuk saham

Investasi atau penanaman modal dalam bentuk saham menurut Usman (1990:61) adalah sebagai berikut : "Investasi saham adalah pemilikan atau pembelian saham-saham perusahaan oleh suatu perusahaan lain atau perorangan dengan tujuan untuk memperoleh pendapatan tambahan diluar pendapatan dari usaha pokoknya. Jadi saham merupakan salah satu instrumen pasar modal yang diperdagangkan di lantai bursa efek, yang digunakan bagi perusahaan untuk kelangsungan hidup perusahaan dalam membutuhkan dana dari masyarakat."

Dalam memutuskan untuk berinvestasi saham seorang investor tidak akan terpisahkan dari pasar modal, hal ini diungkapkan oleh Myers (1988:5) sebagai berikut : "*The investment decision can not be separated from capital market either. A firm which in its stockholders interest should accept those investment which increase the value of either stake in the firm but that requires a theory of how common stocks are valued*".

Jadi saham merupakan salah satu jenis efek yang paling dinamis diperdagangkan dikarenakan pembentukan harga yang dilakukan oleh kekuatan pasar antara pembeli dan penjual. Adapun keuntungan yang diperoleh bagi investor yang telah memiliki saham, yaitu antara lain:

- a. Kemungkinan memperoleh *capital gain*, yaitu selisih positif antara harga pada saat membeli saham jika dibandingkan harga saham pada saat menjual saham tersebut di bursa efek.
- b. Memiliki prioritas untuk membeli bukti right yang dikeluarkan untuk perusahaan.
- c. Kemungkinan memperoleh dividen berupa uang tunai atau saham (dividen saham).

- d. Kemungkinan memperoleh hak atas saham bonus.
- e. Waktu kepemilikan tidak terbatas dan berakhir pada saat menjual kembali.
- f. Memiliki hak suara dalam rapat umum pemegang saham.

Adapun kegiatan para investor yang juga disebut pemodal tersebut tergantung pula pada tujuan mereka sebagai pemodal, yang dapat dikelompokkan menjadi 4 kelompok seperti yang dikemukakan oleh Marzuki :

- a. Pemodal yang bertujuan memperoleh dividen

Harapan kelompok ini adalah memperoleh dividen yang cukup dan terjamin setiap tahun.

- b. Pemodal yang bertujuan berdagang

Kelompok ini mempunyai harapan untuk mendapatkan *capital gain* atau keuntungan selisih harga beli dan harga jual suatu saham.

- c. Pemodal yang ingin memiliki suatu perusahaan

Mereka tidak memperhitungkan dividen dan pertumbuhan dalam penilaian sahamnya, akan tetapi biasanya, lebih ditekankan pada kekayaan yang dimiliki perusahaan.

- d. Pemodal yang merupakan spekulator

Kelompok ini menyukai saham-saham perusahaan yang belum berkembang, yang diyakini akan berkembang dengan baik dengan menggunakan berbagai informasi.

2.1.1.2 Jenis-jenis saham

Di Indonesia hanya terdapat 2 macam saham yang beredar yaitu saham biasa dan saham prioritas.

- a. Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah saham yang pelunasannya dilakukan dalam urutan yang paling akhir dalam perusahaan dilikuidir, sehingga risikonya adalah yang paling besar. Karena risikonya besar, biasanya jika usaha perusahaan berjalan dengan baik maka dividen saham biasa akan lebih besar daripada saham prioritas.

Selain saham biasa dikenal juga sertifikat saham. Sertifikat saham ini dikeluarkan oleh PT Danareksa, yaitu suatu perusahaan yang didirikan oleh pemerintah Republik Indonesia untuk membeli saham perusahaan-perusahaan yang "go public" melalui pasar modal dan menjualnya kembali kepada masyarakat umum dalam sertifikat saham. Karena sahamnya dimiliki oleh PT Danareksa, maka hak suara atas saham tersebut juga berada pada PT Danareksa. Pemilik sertifikat saham tidak memiliki hak suara dalam PT.

b. Saham Prioritas

Saham prioritas adalah saham yang mempunyai beberapa kelebihan jika dihubungkan dengan pembagian dividen atau pembagian aktiva pada saat likuidasi, yaitu bahwa dividen yang dibagi pertama kali harus dibagikan untuk saham prioritas, kalau ada kelebihan baru dibagikan kepada pemegang saham biasa.

Beberapa kelebihan yang dimiliki saham prioritas antara lain:

a. Saham prioritas kumulatif dan tidak kumulatif

Saham prioritas kumulatif adalah saham prioritas yang dividennya setiap tahun harus dibayarkan kepada pemegang saham. Apabila dalam 1 tahun dividen tidak dapat dibayarkan, maka pada tahun-tahun berikutnya dividen tersebut harus dilunasi dulu sebelum dapat mengadakan pembagian dividen untuk saham biasa. Jika, saham itu tidak kumulatif, dividen tahun-tahun sebelumnya yang belum dibayar tidak perlu dilunasi pada tahun-tahun berikut.

b. Saham prioritas partisipasi dan tidak partisipasi

Saham prioritas mungkin berpartisipasi penuh atau sebagian. Yang dimaksud dengan partisipasi penuh adalah jika saham prioritas berhak atas dividen dengan jumlah yang sama besar dengan saham biasa sesudah saham biasa mendapat dividen sebesar presentase dividen saham prioritas. Partisipasi sebagian berarti saham, prioritas akan mendapat dividen sampai jumlah tertentu yang telah ditetapkan.

c. Saham prioritas atas aktiva dan dividen pada saat likuidasi

Saham dengan preferensi seperti ini pada saat likuidasi akan tetap, menerima dividen yang belum dibayar. Jika saldo laba yang ditahan tidak mencukupi maka pelunasan dividen dan saham dilakukan dengan modal yang disetor dari saham biasa sedangkan saham biasa akan menerima, jumlah pengembalian sebesar sisa modal disetor yang masih ada.

d. Saham prioritas yang dapat ditukar dengan saham biasa

Pemegang saham jenis ini dapat menukarkan sahamnya dengan saham biasa dalam keadaan di mana dividen yang dibagi untuk saham biasa tiap tahunnya lebih besar daripada dividen untuk saham prioritas.

2.1.1.3 Macam-macam motif investasi dan memilih saham yang cocok

Ada beberapa macam motif investasi saham menurut Buletin BES (1989:8) adalah sebagai berikut :

a. Motif keamanan

Merupakan motif yang mendasar dalam saham, adalah bahwa tidak seorangpun yang menginginkan kerugian dalam melakukan investasi. Apabila motif keamanan menjadi pertimbangan, pertama seorang investor maka mungkin investor tersebut memilih untuk membeli saham-saham yang tidak terpengaruh oleh pertimbangan ekonomi seperti resesi.

b. Motif pendapatan

Merupakan salah satu motif investasi yang banyak mewarnai tindakan para investor. Investor seperti ini mengharapkan pendapatan yaitu dividen yang cukup besar. Apabila investor bermotif seperti ini, maka jenis saham yang cocok untuk dibeli adalah saham-saham unggul (*blue chips*), yaitu saham perusahaan besar yang dikenal luas, telah lama berdiri, stabil serta matang.

c. Motif pertumbuhan jangka panjang dengan sedikit risiko

Merupakan motif investasi bagi sebagian besar investor dan motif ini karena sebagian besar investor yakin bahwa investasi saham untuk mendatangkan keuntungan yang cukup besar dalam jangka panjang. Umumnya investor seperti ini kurang begitu tertarik terhadap dividen. Karena itu saham-saham yang cocok

bagi mereka adalah jenis-jenis saham yang berkembang (*growth stocks*) yaitu saham perusahaan yang tumbuh diatas rata-rata lainnya.

d. Motif pertumbuhan jangka pendek dengan risiko relatif tinggi

Merupakan motif yang sedikit spekulatif karena investor yang demikian cenderung untuk memperoleh keuntungan dalam jangka pendek tetapi risikonya cukup besar. Investor yang bermotif seperti ini tidak jarang menderita kerugian yang besar kalau tidak berhati-hati dalam melakukan perhitungan yang cermat. Karena itu untuk menghindari diri dari kerugian yang cukup besar, investor seperti ini disarankan senantiasa berusaha memperoleh informasi yang menguntungkan.

2.1.1.4 Strategi Investasi

Pada dasarnya saham dapat digunakan untuk mencapai 3 tujuan utama, yaitu :

- a. Sebagai gudang nilai, berarti investor mengutamakan keamanan prinsipal sehingga mereka akan mencari saham *bluechips* dan saham non spekulatif lainnya.
- b. Untuk pemupukan modal, berarti investor mengutamakan investasi jangka panjang, sehingga mereka akan mencari saham pertumbuhan untuk memperoleh capital gain atau saham penghasilan untuk mendapat dividen.

Sebagai sumber penghasilan, berarti investor mengandalkan pada penerimaan dividen, sehingga mereka akan mencari saham penghasilan yang bermutu baik dan hasil tinggi.

2.1.2 Pendapatan Saham

Tujuan utama melakukan investasi adalah memperoleh pendapatan sebesar-besarnya pada tingkat risiko tertentu. Gup (1986:6) mengatakan "*The goal of investing can be stated follow: for a given level of risk, to secure the highest expected return possible or for a given required rate of return, to secure the return with smallest risk possible*". Sedangkan Kolb (1986:7) menyebut bahwa *rate of return*

sebagai *holding period return* dan mendefinisikannya sebagai berikut: "*Holding period return equals the current value of the investment*"

Sivalingam (1990:16) memberi definisi *rate of return* sebagai "... is defined as the difference between the find or end of period market value or price of security or investment and its initial or beginning of period market value or price security or investment divided by the initial market value or price of the security or investment". Sedangkan Sharpe (1990:15) mendefinisikan *rate of return* "An investment requires an expenditure now and provides a receipt late. Its performance is expressed as a rate of return. If later is one year hence the rate of return is on an annual basis if not it can be converted to annual basis if desired".

Sprecher (1975:135), juga. menyebutkan bahwa faktor yang sangat vital dalam menentukan pendapatan saham adalah pembayaran dividen kas dan apresiasi harga saham.

Berdasarkan pendapat di atas, maka dapat ditarik kesamaan bahasa bahwa yang dimaksud dengan *rate of return* dari saham adalah prosentase pendapatan dikurangi pengeluaran. Pendapatan di sini adalah penjumlahan dari harga akhir pasar saham dan dividen yang diterima pada periode tersebut, sedangkan pengeluaran yang dimaksud adalah harga awal pasar saham atau harga beli saham tersebut. Hal ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{i(t-1)} + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

Dimana:

R_{it} = tingkat keuntungan saham i pada periode t

$P_{i(t-1)}$ = harga saham i pada periode t - 1

P_{it} = harga saham i pada periode t

D_{it} = dividen kas saham i yang dibagikan pada periode t

Dengan demikian dapat dilihat bahwa terdapat dua macam pendapatan dari suatu investasi saham yang dilakukan oleh investor, yaitu :

1. Pendapatan arus kas yang terjadi bila harga saham tersebut meningkat atau apresiasi yang biasa disebut *capital gain*.

2. Pendapatan arus kas yang terjadi bila perusahaan membayarkan dividen kas kepada investor.

Usman (1990:63) mengatakan bahwa pendapatan saham berkaitan erat dengan perekonomian secara umum, perusahaan emiten, pasar modal dan investor. Faktor-faktor tersebut dapat mempengaruhi *capital gain* atau *loss* dan pembayaran dividen, yang pada akhirnya akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham. *Capital gain* atau *loss* merupakan perubahan harga saham yang akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham. Demikian juga dengan kebijakan perusahaan emiten dalam hal dividen kas, akan mempengaruhi tingkat pendapatan saham.

Kondisi ekonomi secara umum memiliki implikasi pada investasi saham, karena pergerakan harga saham berkaitan dengan aktivitas ekonomi secara keseluruhan, yang juga akan mempengaruhi aktivitas usaha perusahaan, yang pada akhirnya akan berpengaruh pada kinerja saham perusahaan tersebut. Adapun tingkat efektivitas mekanisme transaksi dan transformasi informasi yang diperlukan investor dalam melakukan investasi sangat ditentukan oleh pasar modal itu sendiri. Dengan demikian pasar modal itu juga turut menentukan tingkat pendapatan saham.

Apabila diperhatikan lebih jauh perkembangan harga saham dan pembayaran dividen, secara umum ada kecenderungan harga saham naik pada saat menjelang pembayaran dividen dan segera turun sesudah pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa para investor cenderung untuk mengharapkan pendapatan dari dividen. Dalam keadaan demikian para investor akan melakukan pembelian saham pada saat bulan-bulan menjelang pembagian dividen sehingga harga saham bergerak naik dan menjual kembali sahamnya, setelah pembagian dividen sehingga harga saham turun. Dengan demikian perkembangan harga saham dan pembayaran dividen berpengaruh terhadap pendapatan saham secara individual.

2.1.3 Dividen

2.1.3.1 Pengertian dividen

Pengertian dividen menurut Damodaran (1997:4) adalah : *“any cash returned by a business to its owners”*. Jadi dividen dipandang sebagai cara pengembalian *cash* kepada pemegang saham. Cara lain untuk pengembalian *cash* kepada pemegang saham adalah dengan *equity repurchase*, dimana *cash* tersebut digunakan untuk membeli kembali saham yang beredar untuk mengurangi jumlah saham. Selain dengan *cash*, dividen dapat juga dibayarkan dengan saham yang disebut *stock dividend*, yang akan meningkatkan jumlah saham yang beredar sehingga akan menurunkan harga saham tersebut.

Dividen menurut pendapat Levy dan Samat (1986: 558) : *“....., that is the proportion of earnings which should be distributed to its shareholders in the form of cash dividends.”*

Menurut Henderson (1984:376) dividen adalah pembagian laba secara periodik kepada pemegang saham sebagai kompensasi atas penggunaan dana dan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham. Pemegang saham yang menanamkan modalnya di perusahaan akan kehilangan kesempatan untuk memenuhi kebutuhannya dengan dana tersebut. Pemegang saham juga menanggung risiko kehilangan dananya jika perusahaan terus mengalami kerugian dan mendapatkan hasil yang tidak seperti yang diharapkan. Oleh karenanya perusahaan memberikan kompensasi berupa dividen.

2.1.3.2 Kebijakan Dividen

Kebijaksanaan dividen menentukan pembagian laba perusahaan, apakah laba tersebut akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen atau diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Richard Brealy dan Stewart Myer (1988:324) menyebut kebijaksanaan dividen sebagai *trade off* antara menahan laba dan membayarkan dividen di satu sisi dan menerbitkan saham baru di sisi lain. Dividen kas merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada pemegang saham, sedangkan laba yang ditahan merupakan salah satu sumber dana yang penting untuk

membayai pertumbuhan perusahaan. Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan di satu sisi dan juga membayarkan dividen kepada pemegang saham di lain sisi. Kedua hal tersebut selalu saling bertentangan, semakin tinggi pembayaran dividen, berarti semakin sedikit laba yang dapat ditahan dalam perusahaan. Sebaliknya jika perusahaan ingin menahan sebagian besar labanya di dalam perusahaan, ini berarti makin sedikit dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, padahal dividen mempunyai arti penting bagi penilaian saham. Seandainya ada dua perusahaan mempunyai prospek pertumbuhan pendapatan per lembar saham sama, investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan yang dapat membayarkan dividen dalam jumlah lebih besar.

Kebijaksanaan dividen perusahaan meliputi dua keputusan dasar. Keputusan pertama adalah keputusan *dividend payout ratio*, yaitu perbandingan relatif antara jumlah dividen yang dibayarkan dengan *earning per share*. Seperti yang dikemukakan oleh Weston (1997:541): "*Annual cash divided by annual earning or alternatively dividends per share divided by earning per share. The ratio indicates the percentage of a company's earnings that are paid out to shareholders in cash*".

Sebagai contoh, perusahaan memutuskan *dividend payout ratio* sebesar 50%. Jika *earning per share* adalah Rp 200,00, maka dividen yang dibayarkan adalah sebesar Rp 100,00 per lembar saham. Keputusan kedua berkaitan dengan stabilitas dividen. Stabilitas dalam hal ini berarti perusahaan berusaha mempertahankan pembayaran dividennya dalam jumlah yang relatif stabil. Investor memandang stabilitas dividen sama pentingnya dengan besarnya dividen yang diterima. Investor memberikan nilai yang lebih tinggi pada saham perusahaan yang dapat memberikan dividen yang stabil.

Dividen dibayarkan dari laba perusahaan baik yang berasal dari laba tahun berjalan atau laba tahun lalu. Besarnya dividen, jenis dividen dan frekuensi pembayarannya tergantung pada kebijaksanaan yang ditetapkan oleh perusahaan. Pembayaran dividen dapat dilaksanakan sekali atau beberapa kali dalam setahun. Sehubungan dengan ini terdapat istilah dividen interim dan dividen final. Dividen interim adalah dividen yang untuk sementara dibayarkan perusahaan selama tahun

buku masih berlangsung, sedangkan dividen final adalah dividen akhir yang dibayarkan perusahaan setelah tahun buku berakhir. Ada dua jenis dividen yang biasa dibagikan kepada pemegang saham, yaitu dividen kas dan dividen saham (*stock dividend*). Dan kedua Jenis tersebut dividen kas merupakan bentuk dividen yang paling umum digunakan perusahaan. Pembahasan dalam penelitian ini ditekankan pada dividen kas.

Hal yang paling penting dari kebijakan dividen adalah apakah memungkinkan untuk mempengaruhi kekayaan pemegang saham dengan mengubah rasio pembayaran dividen. Perubahan dalam kebijakan dividen dapat memberikan suatu indikasi pada kondisi yang dihadapi perusahaan saat itu.

2.1.3.3 Teori Kebijakan Dividen

Menurut Brigham dan Gapenski (1996:437), ada beberapa teori mengenai kebijakan dividen diantaranya :

1. *Dividend Irrelevant theory*, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Penganjur utama teori tersebut adalah Miller dan Modigliani (1961). menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan (harga saham) maupun biaya modal (*cost of capital*). Nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba ditahan (*retained earning*).
2. *The "bird-in-hand " theory*, menyatakan bahwa risiko dividen tidak sebesar risiko kenaikan nilai modal. Penganjur utama teori ini adalah Myron Gordon dan Jhon Lintner, mereka berpendapat bahwa biaya modal (ks) akan naik apabila pernbagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin (*certainty*) terhadap penerimaan dari pembagian dividen daripada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba ditahan.
3. *Tax differential theory*. Penganjur teori ini adalah Litzenberg dan Ramaswamy, yang menyatakan bahwa pendapatan dividen yang diterima oleh pemegang

saham akan dikenakan pajak dan dibayarkan pada saat dividen diterima, sedangkan pajak atas *capital gain* hanya dikenakan jika aset telah terjual. Perbedaan tingkat pajak menyebabkan adanya preferensi investor terhadap salah satu kebijakan dividen. Investor dengan pajak yang tinggi akan menyukai saham dengan dividen rendah, dan begitu pula sebaliknya.

4. *Information content or signaling*. Teori ini merupakan konsekuensi adanya *information asymmetry* yaitu perbedaan aksesibilitas informasi antara manajer dan investor mengenai keadaan perusahaan. Maka investor menggunakan perubahan dalam kebijakan dividen sebagai signal menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai "signal" tentang kondisi keuangan perusahaan dimasa datang. Jika dividen meningkat merupakan signal kepada investor bahwa manajemen memperkirakan akan terjadinya peningkatan laba, perusahaan dimasa datang, sebaliknya bila dividen menurun merupakan signal kepada investor bahwa mana manajemen memperkirakan akan adanya penurunan dalam laba perusahaan dimasa datang.
5. *Residual theory*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen, apabila laba perusahaan tidak seluruhnya digunakan untuk tujuan investasi sehingga akan ada "laba sisa" (*residual earnings*) setelah membiayai kegiatan investasi yang baru. Teori ini berasumsi bahwa perusahaan akan terkena biaya transaksi (*transaction cost*) bila mengeluarkan saham baru sehingga jika ada kesempatan investasi yang menguntungkan akan mengutamakan pembiayaan investasi dengan dana internal (laba ditahan) dibandingkan dengan dana eksternal (pengeluaran saham baru). Dalam residual teori ini maka kebijakan dividen akan dipengaruhi oleh (1) kesempatan investasi yang menguntungkan, (2) proporsi struktur modal (*debt equity ratio*), dan (3) Ketersediaan dana internal (laba ditahan)

2.1.3.4 Ukuran *Dividend Policy*

Menurut Damodaran (1997:550), ada dua cara untuk mengukur kebijakan dividen yaitu :

- a. *Dividend Yield* yaitu rasio antara *annual dividend* per saham dan harga per saham
$$\text{Dividend Yield} = \text{Annual Dividend per share} / \text{price per share}$$
- b. *Dividend Pay out ratio* yaitu rasio antara *dividend* dan *earnings*
$$\text{Dividend pay out ratio} = \text{Dividend} / \text{Earnings}$$

Kebijakan Dividen dalam penelitian ini diukur dengan *dividend pay out ratio*, yang menghubungkan dividen kas dengan *earning* perusahaan.

2.1.4 Dividen Payout Ratio

Menurut Ross et. al. (1994:275) "*dividend target payout ratio is defined as a firm's long term desired dividend to earnings ratio*". Dari definisi ini dapat ditentukan kebijaksanaan dividen mana yang akan diambil oleh perusahaan. Ada dua alternatif *dividend payout ratio* yang dapat diterapkan oleh perusahaan, yaitu kebijaksanaan *constant dividend* dan kebijaksanaan *stable dividend*. Kebijakan *constant dividend* adalah kebijaksanaan pembayaran berdasarkan persentase *constant* dari pendapatan bersih dividen. Hal ini berarti pendapatan dari dividen akan berfluktuasi sesuai dengan pendapatan bersih perusahaan.

Kebijakan *stable dividend* adalah kebijaksanaan yang berkaitan dengan stabilitas dividen. Stabilitas dalam hal ini berarti bahwa perusahaan berusaha mempertahankan pembayaran dividen dalam jumlah yang relatif stabil. Investor memandang stabilitas dividen sama pentingnya dengan besarnya dividen yang diterima. Investor memberikan nilai yang lebih tinggi bagi saham perusahaan yang dapat membenarkan dividen yang stabil. Dalam jangka panjang *dividend payout* ditetapkan 50%, tetapi untuk jangka pendek mengikuti kebijaksanaan *stable dividend*.

Sedangkan Ben-Zion dan Shalit (1975:1018) mengatakan bahwa dividen tidak hanya merupakan suatu kriteria dari keefektifan perusahaan dalam usahanya untuk mencapai target kebijaksanaan dividennya, tetapi juga merupakan suatu indikasi dari kestabilan pendapatan perusahaan dalam menghadapi situasi bisnis atau perekonomian yang berfluktuasi. Para investor sering menggunakan dividen sebagai

sinyal atas kondisi perusahaan yang sesungguhnya, terutama tingkat kemampuan menghasilkan pendapatan di masa yang akan datang.

Banyak perusahaan tidak akan menurunkan dividen dan tidak akan menaikkan dividen kecuali manajer mengantisipasi laba yang lebih tinggi atau sekurang-kurangnya laba yang lebih stabil. Oleh karena itu kenaikan dividen yang besar sering ditafsirkan oleh investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang, sedangkan penurunan dividen bisa ditafsirkan sebagai indikator bahwa manajemen memperkirakan prospek perusahaan kurang menguntungkan.

Banyak perusahaan tidak akan menurunkan dividen dan tidak akan menaikkan dividen kecuali manajer mengantisipasi laba yang lebih tinggi atau sekurang-kurangnya laba yang lebih stabil. Oleh karena itu kenaikan dividen yang besar sering ditafsirkan oleh investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang, sedangkan penurunan dividen bisa ditafsirkan sebagai indikator bahwa manajemen memperkirakan prospek perusahaan kurang menguntungkan. Harga saham juga dipengaruhi oleh harapan investor mengenai keputusan manajemen. Jika dividen aktual dengan yang diharapkan berbeda, harga saham, akan berfluktuasi. Selain itu juga preferensi dividen saat ini, yaitu pilihan antara dividen atau capital gain. Investor yang senang dividen memandang perusahaan kurang berisiko bila perusahaan membayar dividen yang besar.

2.1.5 Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Dividen yang ditetapkan suatu perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor. Arus kas dan kebutuhan investasi suatu perusahaan yang berubah-ubah dengan cepat akan menimbulkan kesulitan untuk menentukan jumlah dividen tetap yang tinggi. Di satu sisi, ada perusahaan yang menginginkan pembayaran dividen yang tinggi untuk menyalurkan dana yang tidak dibutuhkan untuk investasi. Di sisi lain, ada pihak manajemen perusahaan yang menginginkan tingkat pembayaran dividen yang rendah sehingga perusahaan dapat tetap memayarkannya pada saat laba rendah atau pada

saat dibutuhkan dana yang besar untuk investasi dan memberikan dividen ekstra pada saat laba tinggi.

Beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan perusahaan untuk membayar dividen dan tidak menahan laba diantaranya dikemukakan oleh Weston & Copeland (1997:127) yaitu :

a. Undang-undang

Undang-undang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun yang lalu yang ada pada pos laba ditahan (*retained earnings*) di neraca. Undang-undang melarang membayar dividen dari modal perusahaan sehingga mengurangi modal tersebut dan melarang perusahaan membayar dividen pada saat pailit, yaitu ketika kewajiban lebih besar dari pada aktiva.

b. Posisi likuiditas

Perusahaan yang sedang berkembang biasanya menggunakan laba ditahan untuk membeli berbagai aktiva untuk menjalankan usahanya. Laba ditahan ini diinvestasikan dalam bentuk pabrik, peralatan, persediaan dan aktiva lainnya; laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaan memperoleh laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar tunai dividen karena posisi likuiditasnya.

c. Kebutuhan pelunasan hutang

Untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan biasanya mengambil hutang. Pada saat hutang tersebut jatuh tempo perusahaan menghadapi dua pilihan, membayar hutang tersebut dan menggantikannya dengan surat berharga lain, atau perusahaan dapat memutuskan melunasi hutang tersebut. Jika keputusannya membayar hutang tersebut, maka ini biasanya perlu penahanan laba.

d. Pembatasan dalam perjanjian hutang

Perjanjian hutang, khususnya hutang jangka panjang seringkali membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai, dengan membuat larangan yang dibuat untuk melindungi pihak pemberi pinjaman, biasanya

menyatakan bahwa: (1) dividen hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang (jadi dividen tidak dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu), (2) dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan.

e. Tingkat ekspansi aktiva

Semakin cepat sebuah perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhan untuk membiayai ekspansi aktiva. Kalau kebutuhan dana di masa datang semakin besar, perusahaan cenderung untuk menahan laba daripada membayarkannya.

f. Tingkat laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

g. Stabilisasi laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil seringkali dapat mempekirakan berapa besar laba di masa datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan presentasi yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun yang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

h. Akses ke pasar modal

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan baik dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas akan mempunyai akses yang mudah ke pasar modal dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan. Sedangkan perusahaan yang baru, kecil dan bersifat coba-coba akan lebih banyak mengandung risiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikan modalnya atau dana pinjaman dari pasar modal akan terbatas, dan perusahaan seperti ini harus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya.

i. Kendali perusahaan

Beberapa perusahaan melakukan ekspansi usaha hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal saja. Kebijakan ini didukung oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan kelompok dominan dalam perusahaan. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar risiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini. Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali perusahaan, akan memperkecil pembayaran dividen.

j. Pemegang saham sebagai pembayar pajak

Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Suatu perusahaan yang dipegang oleh pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi akan memilih untuk menempatkan pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen. Sebaliknya bila pemilik perusahaan dipegang oleh pemegang saham dengan tarif pajak rendah lebih menginginkan pembayaran dividen yang tinggi

Menurut Damodaran (1997:572), faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah:

1. *Investment Oportunity*. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang lebih besar akan membayar dividen lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang stabil (*stable firm*).
2. *Stability in earnings*. Perusahaan dengan *earnings* yang tidak stabil cenderung untuk untuk membayarkan proporsi yang lebih kecil dari *earning* tersebut sebagai dividen karena mempertimbangkan terhadap kemampuan untuk mempertahankan pembayaran dividen tersebut. Sebaliknya perusahaan dengan dengan *earning* yang stabil akan membayarkan proporsi *earning* yang lebih besar sebagai dividen.
3. *Alternatif source of capital*. Salah satu konsekuensi dari pembayaran dividen yang cukup tinggi adalah bahwa perusahaan harus mendapatkan pembiayaan dari luar (*external financing*) untuk menutupi kekurangan dalam pembiayaan suatu proyek baru. Jika perusahaan dapat mendapatkan pembiayaan dari luar tersebut dengan

biaya yang rendah, maka perusahaan tersebut dapat membayarkan proporsi yang lebih besar dari *earning*-nya sebagai dividen.

4. *Degree of Financial leverage*. Semakin tinggi *financial leverage* akan mengurangi pembayaran dividen. Hal ini didasarkan pada dua alasan. Pertama, semakin besar meminjam hutang, maka perusahaan akan menghadapi pembatasan (*covenants*) dalam kebijakan dividen tidak saja jumlah nominal dividen tersebut tetapi proporsi *earnings* yang dibayarkan sebagai dividen. Kedua, hutang akan menciptakan komitmen akan pembayaran bunga sehingga akan mengurangi *cash flow* yang tersedia.
5. *Signaling Incentive*. Peningkatan dalam dividen biasanya merupakan signal yang positif dan *future cash flow* yang akan meningkatkan harga saham. Sebaliknya pengurangan dividen akan memberikan signal negatif dan menurunkan harga saham perusahaan.
6. *Stockholder Characteristics*. Sebuah perusahaan yang para pemegang sahamnya menyukai dividen akan membayarkan proporsi *earnings* yang lebih besar sebagai dividen dibandingkan dibandingkan perusahaan yang para pernegang saharannya tidak menyukai dividen.

Sprecher, (1995: 646-647) memperinci faktor-faktor yang menentukan pembayaran dividen, sebagai berikut :

1. *Internal investment opportunities*
2. *Earnings, Cash flow dan Liquidity*
3. *External Financing needs*
4. *Earnings record and prospects*
5. *Clientele*
6. *Legal dan regulatory restrictions*
7. *Control*

Sedangkan levy dan sarnat (1986:235-239) mengemukakan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijaksanaan dividen sebagai berikut :

1. Flotation and transaction costs
2. Control

3. Information content of dividends
4. Stability of earnings

Dari beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tersebut, maka penelitian ini akan menganalisis lima faktor yang dindikasikan dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan *Dividen Payout Ratio* (DPR). Kelima faktor tersebut yaitu:

a. Ukuran perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan menunjukkan besar atau kecilnya aset yang dimiliki perusahaan. Ukuran perusahaan dapat mempengaruhi kegiatan operasionalnya, terutama dapat diukur dari besar kecilnya aktiva yang digunakan untuk menjalankan kegiatan perusahaan tersebut. Hal itu ditegaskan oleh Schwert (1983) yang menyimpulkan bahwa terdapat hubungan dan pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan yang dinyatakan dalam nilai total aset terhadap pendapatan saham yang menyatakan, "... *the association between firm size and average return is about as strong as the association between risk and average return.*"

Suatu perusahaan yang mempunyai aset yang besar pada umumnya sudah mencapai tingkat keamanan sehingga akan memiliki akses yang lebih mudah untuk masuk ke pasar modal. Sebaliknya perusahaan baru dengan aset yang relatif kecil akan mengalami kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Salah satu kemudahan akses yang dimiliki perusahaan besar tersebut adalah biaya transaksi (*transaction cost*) yang relatif kecil dibandingkan aset yang dimiliki.

Menurut Damodaran (1997: 421) biaya transaksi (*transaction cost*) adalah "*The cost of transaction includes broker commision, the bid-ask spread and any price impact from trading*". Perusahaan yang mempunyai ukuran yang besar (*large firm size*) akan mempunyai biaya transaksi yang relatif rendah dibandingkan aset yang dipunyai jika perusahaan tersebut akan masuk ke pasar modal, sehingga perusahaan tersebut mempunyai fleksibilitas dalam mencari dana untuk investasi. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai aset yang besar cenderung

membayarkan dividen yang besar pula dan akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil.

b. *Flexibilitas struktur modal (capital structure flexibility)*

Struktur Modal adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. (Weston & Copeland, 1998:13). *Debt to Equity Ratio* digunakan untuk mengukur perbandingan antara hutang jangka panjang dan ekuitas perusahaan sehingga diketahui proporsi hutang jangka panjang maupun ekuitas dalam struktur modal perusahaan. Struktur modal perusahaan yang fleksibel dapat dilihat dalam tingkat variabilitas perubahan struktur modal beberapa periode. Tingkat variabilitas ini mencerminkan aksesibilitas perusahaan tersebut ke pasar modal. Alli, Khan dan Ramirez (1993) mengatakan : "*Firms that have greater access to capital market are easily able to switch between debt and equity and take advantage of lower transaction cost, which allows for more stable and possibly higher dividend payments*". Perusahaan yang punya akses yang tinggi ke pasar modal akan lebih mudah merubah pembiayaan dari hutang kepada ekuitas atau sebaliknya karena hanya memerlukan biaya transaksi yang rendah. Perusahaan jenis ini cenderung membayarkan dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan sejenis dengan akses yang rendah kepada pasar modal. Sehingga makin fleksibel struktur modal suatu perusahaan yang tercermin dalam tingginya variabilitas perubahan struktur modal maka makin tinggi tingkat *dividend payout ratio*-nya.

Tetapi Alli, Khan dan Ramirez juga berpendapat : "*if low variability is due to low growth, dividend may be high because of low profitable investment opportunity rather than flexibility in capital structure*". Perusahaan yang mempunyai tingkat variabilitas perubahan struktur modal yang tinggi akan membayarkan dividen yang rendah begitu pula sebaliknya. Dalam hal ini tingkat variabilitas perubahan struktur modal mencerminkan rendahnya kesempatan investasi yang menguntungkan.

c. *Pertumbuhan laba operasi (growth of operating income)*

Setiap perusahaan mempunyai sekelompok modal yang diinvestasikan dalam bentuk aset. Aset inilah yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk menghasilkan pendapatan. Setelah dikurangi dengan beban-beban yang harus dikeluarkan akan diperoleh laba (*earning*). Dividen merupakan bagian (*fraction*) dari *earning* yang dibayarkan kepada pemegang saham, maka perubahan *earning* akan berpengaruh terhadap perubahan dividen.

Fisher dan Jordan (1975:243) mengemukakan "... there is a strong evidence that earnings have a direct and powerfull effect upon dividends and share price...". Pendapat tersebut mengatakan bahwa laba, berpengaruh langsung dan kuat terhadap dividen dan harga saham.

Tetapi perusahaan yang mempunyai laba tahunan (*earning*) yang meningkat dalam beberapa periode bisa berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Perusahaan yang mempunyai laba tahunan meningkat sedang mengalami tingkat pertumbuhan (*growth rate*) yang tinggi. Menurut *pecking order argument* dari Myers dan Majluf (1984), perusahaan seperti ini akan memerlukan dana investasi yang lebih besar sehingga akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang rendah. Jadi pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*) akan mempunyai hubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Jika perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan laba yang tinggi akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang rendah, sedangkan perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan laba yang rendah akan mempunyai rasio pembayaran dividen yang tinggi.

d. Variabilitas arus kas (*cashflow variability*)

Likuiditas perusahaan yang diukur dengan arus kas bersih (*net cash flow*) mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Arus kas perusahaan ini juga mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen karena dividen pada umumnya hanya dibayarkan dengan uang kas. Jika ada keterbatasan kas pada suatu perusahaan maka akan membatasi kemampuan perusahaan tersebut untuk membayar dividen.

Mengenai hubungan kas dengan dividen, Martin (1992: 404) mengatakan: "... since dividends are paid with cash and not with retained earnings, the firm must have cash available for dividend to be paid". Apabila perusahaan memutuskan untuk membayarkan dividen, maka perusahaan harus mempunyai kas yang cukup untuk pembayaran tersebut.

Selanjutnya Brigham & Gapenski (1996:454) mengatakan: "we normally think of earnings as being the primary determination of dividends, but in reality cash flow are even more important. Thus dividends clearly depend more on cash flows, which reflect the company ability to pay dividends, than on current earnings, which are heavily influenced by accounting practices and which do not necessarily reflect the ability to pay dividends".

Jadi *cash flow* lebih mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dibandingkan *earnings* yang banyak dipengaruhi oleh praktek akuntansi.

Tetapi jika *cash flow* tersebut berfluktuasi secara signifikan, maka perusahaan tidak dapat mengandalkan arus kas ini baik untuk kebutuhan investasi maupun pembayaran dividen, sehingga variabilitas dari *cash flow* ini akan mempunyai pengaruh sebaliknya. Perusahaan dengan *cash flow* yang tidak stabil akan berpengaruh negatif terhadap kemampuan pembayaran dividen perusahaan, karena perusahaan ragu bisa mempertahankan pembayaran dividen yang tinggi.

e. Stabilitas Dividen (*Dividend Stability*)

Seperti telah dibahas pada bagian sebelumnya, salah satu kebijakan dividen adalah kebijakan *stable dividen*. Laba dan arus kas akan berfluktuasi sepanjang periode begitu pula kesempatan investasi (*investment oportunity*). Maka pembayaran dividen seharusnya juga berfluktuasi, meningkat ketika arus kas besar dan kebutuhan dana untuk investasi rendah, dan akan menurun ketika arus kas terbatas untuk memenuhi kebutuhan investasi. Tetapi perusahaan umumnya enggan merubah jumlah pembayaran dividen dikarenakan beberapa faktor, diantaranya adalah jika perusahaan itu meningkatkan pembayaran dividen, akan dihadapkan pada kemampuan perusahaan tersebut untuk mempertahankan pembayaran dividen yang tinggi di masa datang, sedangkan jika menurunkan dividen akan memberikan isyarat yang negatif kepada pasar yang bisa

menurunkan harga saham perusahaan tersebut. *Dividen stability* ini tidak berarti bahwa dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham akan berjumlah tetap sepanjang periode.

Menurut Brigham & Gapenski (1996:449), dari sudut pandang investor, setidaknya ada dua macam kebijakan *dividend stability*, pertama kebijakan dividen yang paling stabil (*most stable policy*) dimana tingkat pertumbuhan dividen (*dividend growth rate*) bisa diprediksi seperti total return (*dividen yield* dan *capital gain yield*) yang relatif stabil dalam jangka panjang dan harga saham terlindungi (*hedge*) dari inflasi. Kebijakan dividen stabil yang lebih rendah (*second most stable policy*) adalah investor dapat memastikan bahwa dividen sekarang (*current dividend*) tidak akan dikurangi, mungkin tidak akan terjadi peningkatan dividen dengan tingkat pertumbuhan yang tetap (*grow at steady rate*) tetapi manajemen akan bisa dan punya keinginan untuk menghindari pengurangan dividen saat ini.

Menurut Lintner (1956) dalam salah satu kesimpulan hasil penelitiannya menyatakan "...*firms change dividends to match long-term and sustainable shifts in earnings, but they increase dividend only if they feel they can maintain these higher dividends, as a consequence of this concern over having to cut dividends, dividen lag earnings and have a much smoother path...*". Menurut Lintner perusahaan akan merubah dividen untuk menyesuaikan dengan tingkat laba tetapi tidak dalam jangka waktu yang sama. Perusahaan akan meningkatkan dividen jika mereka yakin dapat mempertahankan tingkat laba mereka.

Disamping itu investor lebih menyukai kebijakan dividen stabil. Menurut Schall and Halley (1991:479), ada tiga alasan mengapa investor menyukai kebijakan dividen stabil ini :

1. Para investor menggunakan dividen ini untuk menutupi biaya hidupnya yang biasanya relatif stabil dalam beberapa periode. Penurunan dividen secara tajam akan memaksa para investor tersebut untuk menjual sahamnya untuk menutupi biaya hidupnya.

2. Tingkat dividen saat ini mengirim signal informasi kepada para investor tentang kemampuan perusahaan dimasa depan. Pengurangan dividen akan memberikan harapan yang buruk para investor terhadap pendapatan perusahaan dimasa depan, sedangkan peningkatan dividen akan mencerminkan optimisme manajemen terhadap pendapatan perusahaan dimasa depan.
3. Lembaga keuangan yang berpengaruh dipasar modal seperti perbankan, asuransi, *mutual fund* hanya mau menginvestasikan dananya di perusahaan yang dengan catatan dividen yang baik.

Stabilitas dividen ini mencerminkan kebijakan dividen masa lalu yang tercermin dalam catatan pembayaran dividen yang stabil dari tahun ke tahun. Dari pembahasan diatas maka akan terdapat hubungan yang positif antara perusahaan dengan catatan dividen yang stabil yang dengan *dividend pay out ratio* (DPR) saat ini.

2.2 Penelitian Terdahulu

Shirvani & Wilbrate (1997) dengan menggunakan analisis time series mengemukakan ada tiga alternatif pengukuran kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, yaitu *current earning*, *cash flow* dan harga saham. Pernyataan ini mendukung penelitian sebelumnya, yang melihat *current earning* (Kormendin & Zarowin, 1996), *cash flow* (Brittain, 1966) dan (Fama & Babiak, 1968) sebagai *proxy permanent earning* dalam mengukur kemampuan perusahaan membayar dividen. Dalam penelitian tersebut ditemukan fakta bahwa *current earning* merupakan model yang lebih baik untuk menunjukkan alternatif pengukuran kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dari pada *cash flow* maupun harga saham. Selain itu, ditemukan juga adanya *ratchet effect* dalam kebijakan dividen yaitu adanya respon dividen secara *asymmetric* terhadap perubahan kemampuan untuk membayar dividen. Dimana perusahaan lebih enggan untuk menurunkan dividen dari pada meningkatkannya.

Marsh & Merton (1987) dalam analisis *time series*-nya mengemukakan perubahan dividen merefleksikan perubahan *expected dan unexpected permanent earning*. Perubahan dividen memberikan signal tentang pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Dalam hal ini, *permanent earning* diukur dengan nilai intrinsik perusahaan yaitu *present value expected future cash flow*, dan diasumsikan bahwa nilai intrinsik per lembar saham tersebut sama dengan harga saham. Dalam model ini juga cenderung menggunakan harga saham dari pada *accounting earning* sebagai *proxy permanent earning* perusahaan.

Kao & Wu (1994) melakukan pendekatan *generalisasi friksi* terhadap model *dividend signaling* yang dikemukakan oleh Marsh & Merton dan menguji reliabilitas hubungan antara dividen dan *permanent earning* perusahaan. Perubahan dividen tidak hanya menunjukkan signal perubahan yang signifikan terhadap *prospek future earning* perusahaan, tetapi juga merefleksikan praktik yang baik terhadap *dividend smoothing*.

Sloan (1996) menguji *information content* yang terkandung dalam *earning* dengan memisahkan antara komponen *accrual* dan komponen *cash flow* dalam merefleksikan kinerja *earning* terhadap harga saham. Kinerja *earning* yang diatributkan oleh komponen *cash flow*. Konsekuensinya, perusahaan yang mempunyai tingkat komponen *accrual* yang relatif tinggi (rendah) menunjukkan *future abnormal stock return* yang negatif (positif).

Brook, Chariton, & Heindershott (1998) menguji perubahan dividen sebagai signal terhadap *future cash flow*. Penelitian tersebut dilakukan terhadap 180 perusahaan selama periode 1973-1992. Penelitian ini menguji apakah manajer menggunakan dividen sebagai signal positif tentang informasi *cash flow*. Dengan menggunakan metode Uji beda rata-rata, disimpulkan bahwa perusahaan dengan *cash flow* yang meningkat secara permanen (setelah 4 tahun), cenderung untuk meningkatkan dividen dari pada kelompok perusahaan dengan *cash flow* yang tidak meningkat. Pada kondisi tersebut para investor menginterpretasikan kenaikan dividen sebagai signal tentang keuntungan yang akan datang (*future earnings*). Perusahaan yang meningkatkan dividen secara tajam akan mendapatkan penyesuaian pasar yang tinggi bagi harga sahamnya. Sedangkan perusahaan yang kenaikan *cash flow* secara

temporer, tidak cenderung menaikkan dividen. Perusahaan akan menaikkan dividen pada saat kenaikan *cash flow*-nya paling tinggi. Penelitian ini juga menemukan keterkaitan langsung antara *positive cash flow shocks*, keputusan dividen, dan keuntungan saham.

Charitou & Vafeas (1998) melakukan penelitian terhadap 5.997 perusahaan selama periode 1981-1991 untuk menguji hubungan antara *cash flow* dan perubahan dividen. Penelitian ini menggunakan *pooled cross section* dan *estimasi Ordinary Least Square (OLS)* untuk menguji tingkat signifikansi hubungan antara *operating earning* terhadap *operating cashflow* terhadap perubahan dividen. Berdasarkan asumsi bahwa *earning* adalah *given*, maka dengan menggunakan *dividend yield* sebagai proxy perubahan dividen, penelitian ini memberikan temuan bahwa hubungan antara *cash flow* dan perubahan dividen tergantung pada besarnya komponen *accrual* yang terkandung dalam *earning*, dan kesempatan pertumbuhan (*growth opportunities*) yang di proxy-kan oleh *market-to-book ratio* perusahaan. Pernyataan bahwa *cash flow* adalah penting dalam kebijakan pembayaran dividen menunjukkan kenyataan yang relatif rendah, karena seringkah persyaratan *cash flow* yang tinggi dianggap sebagai hambatan bagi perusahaan untuk pembayaran dividen.

Charitou (2000) melakukan pengujian terhadap 191 perusahaan Jepang yang melaporkan kerugian di dalam laporan keuangannya selama periode 1990-1994, dan 338 perusahaan yang tidak melaporkan kerugiannya pada periode yang sama atas penurunan dividen. Dengan menggunakan pendekatan *univariate* dan *multivariate regression* menguji dampak *cash flow*, *earning*, dan kerugian terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa (a) *earning*, *cash flow* dan kerugian tahunan mempunyai hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen (b) penurunan dividen, *current operating earning*, dan *cash flow* mengandung informasi tentang prediksi *future earning*.

Adapun persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada variabel terikat (Y), yaitu kebijakan dividen perusahaan, yang diukur baik dengan *dividend payout ratio* (DPR) maupun *dividend yield*. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah pada umumnya penelitian terdahulu menggunakan

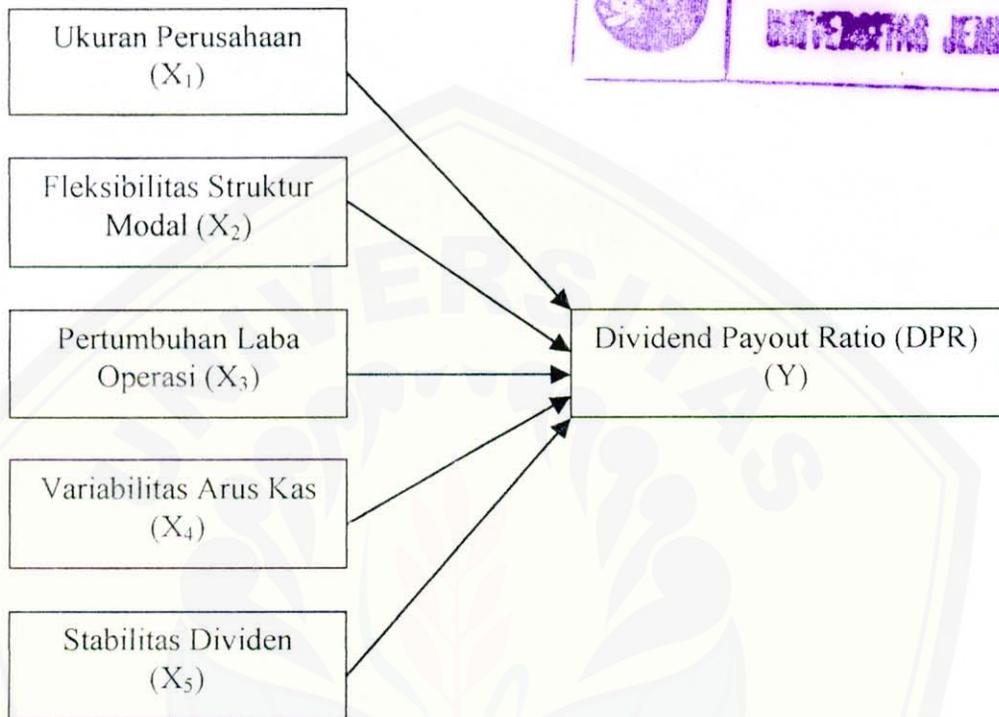
variabel bebas *cash flow* dan *earning*. Dalam penelitian ini menggunakan variabel bebas : ukuran perusahaan, fleksibilitas struktur modal, pertumbuhan laba operasi, variabilitas arus kas dan stabilitas dividen.



BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

3.1 Kerangka Konseptual



Gambar 3.1 : Kerangka Konseptual

3.2 Hipotesis

Berdasar pada perumusan masalah dan landasan teori yang diajukan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

1. Ukuran perusahaan, fleksibilitas struktur modal, pertumbuhan laba operasi, variabilitas arus kas, dan stabilitas dividen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR).
2. Ukuran perusahaan, fleksibilitas struktur modal, Pertumbuhan laba, variabilitas arus kas, dan stabilitas dividen. secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Model Analisis

Mengacu pada hipotesis yang diajukan, maka model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda, yang berguna untuk menguji apakah kelima variabel bebas yang dimasukkan dalam model memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Model selengkapnya sebagai berikut:

$$Y_t = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + e$$

Di mana:

- Y = *Dividend Payout Ratio* (DPR)
- a = Konstanta
- e = Faktor Galat
- xi = Ukuran Perusahaan
- X2 = fleksibilitas Struktur Modal
- X3 = Pertumbuhan Laba Operasi
- X4 = Variabilitas Arus Kas
- X5 = Stabilitas Dividen (dummy variabel)
- b1-5 = Koefisien Regresi

BAB IV METODE PENELITIAN

4.1 Rancangan Penelitian

Penelitian ini termasuk penelitian *explanatory*, sesuai dengan pendapat Subiyanto (1992:87), bahwa “penelitian ini dilakukan dengan cara menjelaskan gejala yang ditimbulkan oleh suatu obyek penelitian”. Disebut juga penelitian penjelasan karena untuk menguji hubungan antara variabel yang dihipotesiskan” (Faisal, 1995:21), sehingga analisis datanya seperti dinyatakan oleh Pedhazur (1982:11) “*is designed to shed light on theory*”.

Penelitian ini menggunakan rancangan penelitian deskriptif-korelasional. Disebut rancangan deskriptif, karena berusaha memperoleh informasi berkenaan dengan fenomena yang diamati saat ini (Arikunto, 1989:73). Artinya peneliti berusaha memerikan data mengenai kondisi keuangan perusahaan-perusahaan yang masuk pasar modal di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Disebut korelasional, karena berusaha menjelaskan ada atau tidak adanya hubungan antara berbagai variabel berdasarkan besar kecilnya koefisien korelasi (Ardhana, 1987:29; Ary dkk., 1985:147; Kachigan, 1982:123).

4.2 Variabel Penelitian

Berdasarkan pada permasalahan dan hipotesis yang diajukan pada bab sebelumnya, variabel-variabel yang akan diteliti dikelompokkan dalam 2 (dua) kelompok variabel: 1) variabel *exogenous*, adalah variabel yang tidak dipengaruhi oleh variabel lain dalam suatu model. 2) variabel *endogenous*, adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel lain dalam suatu model (Asher, 1983:231; Cohen & Cohen, 1983:375; Pedhazur, 1982:583).

Variabel *exogenous*, dapat juga disebut variabel independen, dalam penelitian ini meliputi variabel Ukuran perusahaan (X_1); 2. fleksibilitas struktur modal (X_2); 3. Pertumbuhan laba operasi (X_3); 4. Variabilitas arus kas (X_4); dan 5. Stabilitas dividen (X_5). Sedangkan variabel *endogenous*, disebut juga variabel dependen (terikat), yaitu variabel (Y) Kebijakan dividen yang diukur oleh Dividend Payout Ratio (DPR).

4.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Untuk memberikan penjabaran makna variabel penelitian, berikut diberikan definisi operasional masing-masing variabel.

1. *Dividend Payout Ratio* (Y)

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan persentase laba bersih perusahaan yang dibagi dalam bentuk dividen tunai, dinyatakan dalam satuan % dapat dirumuskan:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Tunai}}{\text{Laba Bersih}} \times 100\%$$

2. Ukuran Perusahaan (X_1)

Ukuran perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memasuki pasar modal berdasarkan ukuran perusahaan dibandingkan dengan biaya transaksi yang terjadi, biasa dihitung dengan *log natural total assets*.

Ukuran Perusahaan = Log n Total Assets rata-rata selama tiga tahun
(Weston, 1990 : 293)

3. Fleksibilitas struktur modal (X_2)

Fleksibilitas struktur modal tercermin dalam tingkat variabilitas perubahan struktur modal merupakan penyimpangan struktur modal perusahaan dari rata-ratanya.

Dihitung dengan menggunakan standar deviasi perubahan struktur modal selama tiga tahun.

4. Pertumbuhan laba operasi (X_3)

Variabel ini merupakan rata-rata pertumbuhan pendapatan operasi perusahaan selama 3 tahun, dinyatakan dalam satuan persentase. Dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Growth of operating income} = \frac{OI_t - OI_{t-1}}{OI_{t-1}} \times 100\%$$

keterangan

OI_t = operating income periode t

OI_{t-1} = operating income periode t- 1

5. Variabilitas arus kas (X_4)

Variabel ini menunjukkan fluktuasi arus kas perusahaan. Dihitung dengan menggunakan standar deviasi perubahan arus kas perusahaan selama tiga tahun.

6. Stabilitas dividen (X_5)

Variabel ini merupakan variabel dummy yang menggambarkan kebijakan dividen masa lalu, diukur dengan membandingkan dividen tunai (dividen per share periode t dengan dividen per share periode $t-1$). *Stabilitas dividen* bernilai 1 apabila fluktuasi dividen tunai (dividen per share) periode t diatas tidak lebih dari 10% dari dividen per share $t-1$. *stabilitas dividen* bernilai 0 apabila fluktuasi dividend per share periode t lebih dari 10% dari dividen per share $t-1$.

4.4 Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan publik yang terdaftar di PT. Bursa Efek Jakarta sampai akhir tahun 2002 dan telah memberikan laporan keuangan, yang menurut Indonesian Capital Market Directory 2003 terdapat 329 perusahaan.

Sedangkan sampel dalam penelitian ini diambil sebanyak 15 perusahaan yang sahamnya masuk dalam LQ-45. Pemilihan perusahaan yang sahamnya masuk dalam LQ-45 karena sesuai dengan penelitian ini tentang pembagian dividen, dengan kriteria :

- Selama periode pengamatan termasuk dalam saham-saham LQ-45.
- Sampel adalah perusahaan LQ-45 yang membagikan dividen tunai.
- Sampel adalah perusahaan yang memiliki tahun fiskal 1 Januari sampai dengan 31 Desember.
- Kecukupan data.

4.5 Jenis dan Sumber Data

Semua data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif yang bersumber dari data sekunder. Data dikumpulkan dari laporan keuangan

perusahaan selama tiga tahun yang diperoleh dari Indonesia Capital Market Directory tahun 2000 sampai tahun 2002.

4.6 Prosedur Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan untuk penelitian ini dengan menggunakan teknik dokumentasi.

4.7 Teknik Analisis

Untuk menguji hipotesis yang diajukan, maka dalam penelitian ini digunakan regresi linier berganda melalui program SPSS 11.05 (*statistical program for social science*).

4.7.1 Uji Hipotesis

a. Uji Statistik F

Uji F digunakan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh *log natural total asset* (LNTA), standar deviasi perubahan struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas, (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) secara simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Langkah yang ditempuh sebagai berikut :

1. Merumuskan hipotesis statistik

$H_0 : b_1 \dots b_5 = 0$, berarti tidak ada pengaruh dari log natural total aktiva (LNTA), standar deviasi perubahan struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) secara simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

$H_A : b_1 \dots b_5 \neq 0$, berarti ada pengaruh dari log natural total aktiva (LNTA), standar deviasi perubahan struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) secara simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

2. Menentukan *level of significant* sebesar 5%.

3. Menghitung nilai F_{hitung} .

4. Membandingkan hasil dari F_{hitung} terhadap F_{tabel} dengan ketentuan F_{hitung} mengikuti fungsi F dengan *degree of freedom*, df_1 dan df_2 , dimana, $df_1 = k$, dan $df_2 = n-k-1$.
5. Kriteria Penerimaan
 Gagal menolak H_0 jika $P\text{-value} \geq 5\%$ ($df_1 = k$, $df_2 = n-k-1$) ; *level of significant 5%*
 Menolak H_0 jika $P\text{-value} < 5\%$ ($df_1 = k$, $df_2 = n-k-1$) ; *level of significant 5%*.

b. Uji Statistik t

Uji "t" digunakan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh log natural dari total assets (LNTA), standar deviasi perubahan, struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) secara parsial terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR). Langkah yang ditempuh adalah:

1. Menentukan Hipotesis
 $H_0 : b_0 = 0$, berarti log natural total assets (LNTA), standar deviasi perubahan struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) tidak berpengaruh secara parsial terhadap *Dividen Payout ratio* (DPR).
 $H_A : b_0 \neq 0$, berarti log natural total asset (LNTA), standar deviasi perubahan struktur modal (STDCDE), pertumbuhan laba operasi (GOI), standar deviasi perubahan arus kas (CFV) dan stabilitas dividen (STAB) berpengaruh secara parsial terhadap *Dividen Payout Ratio* (DPR).
2. Menentukan *level of significance* dari penelitian ini, yang ditetapkan, sebesar 5 % dengan *degree of freedom* (df) sebesar $n-k-1$.
3. Menentukan besarnya t hitung.
4. Membandingkan hasil dari t_{hitung} terhadap t_{tabel} , pengujian dilakukan dengan menggunakan t dua arah (*two tails*) dengan derajat kebebasan (*degree of freedom*) $n-k-1$ serta *level of significant 5 %*.
5. Kriteria Penerimaan
 Gagal menolak H_0 jika $P\text{-value} \geq 0.05$ ($df = n-k-1$); *level of significant 5%*.
 Menolak H_0 jika $P\text{-value} < 0.05$ ($df = n-k-1$); *level of significant 5%*.

Uji Asumsi Klasik

a. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas merupakan situasi dimana terdapat korelasi ganda yang tinggi, bilamana salah satu dari variabel-variabel independen beregresi terhadap yang lainnya (terdapat korelasi yang tinggi antar variabel independen). Menurut Gujarati (1999:157), konsekuensi atau akibat yang ditimbulkan apabila asumsi ini tidak terpenuhi adalah:

1. Penaksiran koefisien regresi masih mungkin dilakukan tetapi memiliki standar deviasi yang lebih besar.
2. Oleh karena nilai *standart error* dari koefisien regresi besar oleh karena itu dengan sendirinya interval kenyakinan untuk parameter dari populasi cenderung melebar.
3. Dengan tingginya tingkat kolinieritas, probabilitas untuk menerima hipotesa, padahal itu salah, menjadi membesar nilainya.
4. *Standart error*-nya, menjadi sensitif.
5. Apabila kolinieritas ganda tinggi seseorang akan memperoleh R^2 (koefisien determinasi berganda) yang tinggi, akan tetapi tidak ada atau sedikit sekali, koefisien regresi yang signifikan secara statistik.

Salah satu cara untuk mendeteksi adanya multikolinearitas adalah dengan Uji korelasi pearson (*person correlation*).

b. Autokorelasi

Autokorelasi merupakan korelasi antara anggota serangkaian observasi yang diurutkan menurut waktu atau ruang yang didalam konteks regresi linier klasik mengasumsikan bahwa autokorelasi seperti itu tidak terdapat dalam distribusi atau gangguan e_i (Gujarati, 1999: 200).

Akibat yang ditimbulkan apabila terjadi autokorelasi adalah:

1. Metode OLS yang digunakan menjadi tidak efisien sebagai alat penaksir.
2. Varian dan standart deviasi penaksir OLS tampaknya akan menaksir varians terlalu rendah serta pengujian arti t dan F tidak lagi sah dan bila digunakan, tampaknya akan memberikan suatu kesimpulan yang salah.

3. Penaksir OLS mungkin memberikan gambaran yang menyimpang dari nilai populasi sebenarnya. Salah satu cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan Uji Durbin-Watson (Gujarati, 1999: 215).

c. Heteroskedastisitas

Heteroskedastisitas merupakan asumsi yang menyebutkan bahwa gangguan e_i mempunyai varians yang sama. Apabila asumsi ini tidak terpenuhi atau terdapat heteroskedstisitas, maka akibatnya adalah penaksir OLS tetap tidak bias serta konsisten tetapi variansnya tidak lagi minimum, sehingga uji signifikan tidak lagi akurat. Di samping itu metode OLS akan memberikan kesimpulan yang salah bila tetap digunakan.

Untuk menguji apakah terjadi pelanggaran terhadap asumsi ini maka metode yang digunakan adalah dengan melakukan pengujian rank korelasi dari spearman (Gujarati, 1999: 188) dengan rumus :

$$r_s = 1 - 6 \left[\frac{\sum d_i^2}{N(n^2 - 1)} \right]$$

Dimana:

d_i = Perbedaan dalam rank yang ditempatkan untuk dua karakteristik yang berbeda dari individual atau fenomena ke i .

N = Banyaknya individual atau fenomena yang di rank.

Sedang untuk mengujinya dilakukan dengan mengasumsikan bahwa koefisien populasi ρ , adalah nol dan $N > 8$, tingkat penting dari r_2 yang disampel dapat diuji dengan pengujian t sebagai berikut :

$$t = \frac{r\sqrt{N-2}}{\sqrt{1-r^2}}$$

Dengan derajat kebebasan = $N-2$, sedangkan nilai r dihitung antara harga mutlak e_i dan tiap-tiap variabel X secara terpisah.

Untuk melihat apakah hasil pengujian diterima atau tidak maka apabila:

- t hitung $>$ t kritis berarti ada heteroskedastisitas.
- t hitung $<$ t kritis berarti tidak ada heteroskedastisitas.



BAB VI

KESIMPULAN DAN SARAN

6.1 Kesimpulan

Setelah dilakukan pengujian hipotesis, maka kesimpulan yang dapat diambil adalah :

1. Hipotesis dalam penelitian ini ukuran perusahaan (*firms size*), variabilitas struktur modal (*capital structure variability*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan kelompok industri LQ-45 di BEJ tahun 2002, setelah diadakan pengujian teruji kebenarannya. Besarnya pengaruh variabel bebas secara simultan terhadap variabel terikat ditunjukkan oleh nilai koefisien determinasi majemuk (R^2) sebesar 0,766 yang berarti 76.6% perubahan *dividend payout ratio* (DPR) mampu dijelaskan oleh variabel bebas yang dimasukkan dalam model secara simultan.
2. Hipotesis kedua yang menduga bahwa variabel ukuran perusahaan (*firms size*), variabilitas struktur modal (*capital structure variability*), pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan stabilitas dividen (*dividend stability*) secara sendiri-sendiri memiliki pengaruh yang signifikan terhadap DPR perusahaan kelompok industri LQ-45 di BEJ tahun 2002, setelah dilakukan pengujian ternyata teruji kebenarannya. Hal tersebut ditunjukkan oleh adanya seluruh variabel bebas, yaitu : ukuran perusahaan (*firm size*), variabilitas struktur modal (*capital structure variability*), Pertumbuhan laba operasi (*growth of operating income*), variabilitas arus kas (*cash flow variability*) dan Stabilitas dividen (*dividend stability*) pengaruh terhadap DPR secara parsial pada kelompok industri LQ-45 di BEJ.

6.2 Saran

Sebagai bagian akhir dari penelitian ini, maka saran yang dapat disampaikan adalah:

1. Bagi investor perlu kiranya memperhatikan ukuran perusahaan, variabilitas struktur modal, pertumbuhan laba operasi, variabilitas arus kas dan stabilitas dividen mengingat berdasarkan hasil pengujian, kelima variabel tersebut memiliki pengaruh signifikan terhadap perubahan *dividend payout ratio* (DPR). Melihat pengaruh positif variabel ukuran perusahaan dan variabilitas struktur modal terhadap DPR, maka jika ukuran perusahaan suatu perusahaan dan variabilitas perubahan struktur modal besar, maka dapat diprediksikan DPR perusahaan akan tinggi, demikian pula sebaliknya. Sedangkan variabel pertumbuhan laba operasi dan variabilitas arus kas mempunyai pengaruh yang negatif terhadap DPR. Jika tingkat pertumbuhan laba operasi dan variabilitas arus kas tinggi maka dapat diprediksikan DPR perusahaan akan rendah.
2. Untuk memberikan informasi yang akurat kepada investor, alangkah baiknya jika perusahaan memberikan laporan keuangannya dengan periode yang lebih singkat (mungkin semesteran) beserta prediksinya. Dengan demikian investor akan bisa mencermati perkembangan perusahaan dari waktu ke waktu dan akan bisa menilai perusahaan yang akan memberikan pembayaran dividen tinggi secara lebih akurat dan tepat waktu.
3. Bagi peneliti selanjutnya, hendaknya mempertimbangkan periode penelitian yang lebih lama, misalnya dengan periode lebih lima tahun dan variabel penelitian yang lebih banyak misalnya variabel pengeluaran modal (*capital expenditure*) dan kesempatan pertumbuhan (*growth oportunity*), sehingga akan diperoleh gambaran yang lebih akurat mengenai kebijakan *dividend payout* perusahaan.

DAFTAR PUSTAKA

- Alexander, Gordon J dan William F. Sharpe, *Fundamental of Investment*, New Jersey: Prentice Hall, Inc., 1989.
- Amling, Fredick, *Investment: An Introduction to Analysis dan Management*, New Jersey: prentice Hall, 6 "Sedition, 1989.
- Alli Kasim, L., A.Qayyum Khan dan Gabbriel G. Ramirez. *Determinant Of Corporate Dividend Policy, A Factorial Analysis*. Financial Review, Vol. XXVIII, 1993.
- Bhattacharya, S. *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*. Bell Journal of Economics. Spring 1979.
- Brigham F. Eugene dan Louis C. Gapenski. *Intermediate Financial Management 5th edition*. The Dryden Press. Orldano. 1996
- Brook, Yaron, William T. Jr. Charlton dan Robert J. Hendershott. *Do Firm Use Dividen to Signal Large Future Cash Flow Increases?*. Journal of Financial Management. vol 27. 1998.
- Badan Pengawas Pasar Modal, *Laporan Bulanan*. Jakarta: Desember 2000.
- Charitou, Danreas dan Nikos Vafeas. *"The Association Between Operating Cash Flow and Dividend Changes, An Empirical Investigation "*. Journal of Bussines dan Accounting, Vol. Januari/Maret 1998.
- Charitou, Danreas. *"The Impact of Losses and cash flows on Dividend, Evidence for Japan*. Journal of Abacus. Vol. 36, 2000.
- Damodaran, Aswath, *Corporate Finace : theory danpractice*. 1st edition. John Wiley & Son. New York. 1997.
- Fama, E., dan H. Babiak. *Dividen Policy: An Fimpirical Analysis*. Journal of American Statistical Association, December 1968.
- Gup, Benton, *The Basic of investing*, Canada : Jhon Wiley dan Sons, Inc., 3d Edition.
- Gordon J. Myron. *Optimal Investment dan Financing Policy*. Journal of Finance, May 1963.

- Gujarati, Damodar. *Ekonometrika Dasar, Terjemahan*. Jakarta: Penerbit Airlangga, 1999.
- Kolb, Robert W., *Investment*. USA: Scott Foresman ann Co., 1996.
- Kao, Chihwa dan Chunchi Wu. *Test of Dividend Signaling Using The Marsh Merton Model; A. Generalized Friction Approach*. Journal of Bussines, Vol. LVII/1, 1994.
- Litner, J. *Distribution of Income of Corporations Among Dividens, Retained Earnings dan Taxes*. American Economics Review, May 1956.
- Litzenberger. R., dan K. Ramaswamy. *The Effect of Personal Taxes and Dividend on Capital Asset Prices : Theory and Empirical Dividence*. Journal of Financial Economics, Juni 1979.
- Levy, Haim dan Marshall Sarnat, *Capital Invesment dan Financial Decision*, Prentice Hall International, UK, Ltd., 3 rd Edition, 1986.
- Manakya, Herman dan Carolvn Carol. *Dividend Change Announcement and Structural Change*. Quarterly Journal of Business dan Economics, Winter 1991.
- Marsh, Terry A. dan Robert C. Merton. 1987. *Dividend Behavior for the Agregat Stock Market*. Journal of Bussines, Vol. LX/1, 1987.
- Miller, M., dan F. Modigliani. *Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares*. Journal of Bussines. October 1961.
- Myers, S., dan S. Majluf. *Corporation Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*. Journal of Financial Economics. June 1984.
- Ross, S., et.al., *Fundamental of Corporate Finance*, 1st Sydney : Richard d. Irwin., Australian Edition, 1994.
- Schall, Lawrence.D., dan Charles W. Haley. *Introduction to Financial Management*. 6th Edition, McGraw-Hill International Inc, 1991.
- Sharpe, William F., *Invesment*, 2nd Edition, Engewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall International, Inc., 1981.
- Sivalingam, G., *Modern Portofolio Management*, Singapore : Longman Singapore Publiser Pte, Ltd., 1990.

- Sprecher, Ronald C., *Introduction to Investment Management*, Boston : Houghton Mifflin, Co., 1975.
- Usman, Marzuki., et. Al., *ABC Pasar Modal Indonesia*, Jakarta : Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia, 1990.
- Rozeff, M. *Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Pay out Ratios*. Journal of Financial Research. Fall 1982.
- Shirvani, Hassan dan Barry Wilbratte. *An Empirical Investigation of Asymmetric Behavior in Corporate Dividend Policy*. Economy Inquiry. Vol. XXXV, 1997.
- Sloan, Richard G. *Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accrual and Cash Flow about Future Earnings?*. The Accounting Review, July 1996.
- Weston, J. Fred dan Eugene F. Brigham, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta : Jilid Kedua, Edisi Kesembilan, 1998.
- Weston, J. Fred dan Thomas E. Copeland, *Managerial Finance*, Orldano, Florida The Driden Press, 9th Edition, 1997.

Lampiran 1 :

Data Variabel-Variabel Perusahaan

EMITEN	DPR	Rata-rata	SD	Rata-rata	SD	Stability
PT Alfa Retailindo Tbk.	0.1683	588,229.33	0.2682406	0.801452	19381270.62	0.00
PT Astra Agro Lestari Tbk.	0.3993	2,469,034.67	0.5753628	0.535254	3585360.791	0.00
PT Astra Otoparts Tbk.	0.0025	1,789,051.67	0.7291984	-0.222564	44110058.34	0.00
PT Goodyear Indonesia Tbk.	0.4196	393,924.33	0.0915915	0.997689	8493084.029	0.00
PT Gudang Garam Tbk.	0.2766	13,248,007.33	0.1927312	0.030383	5650982392	1.00
PT H.M Sampoerna Tbk.	0.1346	9,270,809.67	0.0753193	0.160353	260252463.3	0.00
PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	0.3274	13,595,082.67	0.3882916	-0.113433	241043960	0.00
PT Indosat Tbk.	0.4450	17,221,883.00	0.0567656	0.142505	93781867.51	0.00
PT Matahari Putra Prima Tbk.	0.3084	2,996,705.00	0.0983379	-0.38357	6382832.87	0.00
PT Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	0.4700	2,092,668.00	1.2083178	0.153995	24628050.57	1.00
PT Tambang Timah Tbk.	2.9405	1,974,797.00	0.4705699	-0.711095	10356537.16	0.00
PT Telekomunikasi Indonesia Tbk.	0.4000	35,603,795.67	35.298099	0.635063	151977318.3	0.00
PT Trimegah Securities Tbk.	0.4853	278,271.67	0.3331626	1.240446	10750318.12	1.00
PT Tempo Scan Pacific Tbk.	0.5691	1,636,258.33	2.1309459	0.032561	41249502.05	1.00
PT Ultra Jaya Milk Tbk.	0.5093	898,565.00	0.2947864	0.129918	14348200.34	0.00

Lampiran 2 : Regression

Descriptive Statistics

	Mean	Std. Deviation	N
DPR	.523727	.686121	15
Ukuran Perusahaan	8.88889	2.28805	15
Fleksibilitas Struktur Modal	3.44	.427025784	15
Pertumb. Laba Operasi	3.18	.423474453	15
Variabilitas Arus Kas	1.071900	1.616000	15
Stabilitas Dividen	.2667	.4577	15



Correlations

Pearson Correlation	DPR	Ukuran Perusahaan	Fleksibilitas Struktur Modal	Pertumb. Laba Operasi	Variabilitas Arus Kas	Stabilitas Dividen
DPR	1,000					
Ukuran Perusahaan	-.337	1,000				
Fleksibilitas Struktur Modal	-.246	.804	1,000			
Pertumb. Laba Operasi	-.629	.024	.204	1,000		
Variabilitas Arus Kas	-.314	.215	-.065	-.111	1,000	
Stabilitas Dividen	-.267	-.169	-.128	.161	.429	1,000
Sig. (1-tailed)						
DPR		.014	.036	.055	.343	.006
Ukuran Perusahaan	.014		.000	.067	.221	.274
Fleksibilitas Struktur Modal	.036	.000		.233	.009	.325
Pertumb. Laba Operasi	.055	.067	.233		.347	.283
Variabilitas Arus Kas	.343	.221	.009	.347		.055
Stabilitas Dividen	.006	.274	.325	.283	.055	
N	15	15	15	15	15	15
Ukuran Perusahaan	15		15	15	15	15
Fleksibilitas Struktur Modal	15	15		15	15	15
Pertumb. Laba Operasi	15	15	15		15	15
Variabilitas Arus Kas	15	15	15	15		15
Stabilitas Dividen	15	15	15	15	15	

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	*Variables Removed	Method
1	Stabilitas Dividen, Fleksibilitas Struktur Modal, Pertumb. Laba Operasi, Variabilitas Arus Kas, Ukuran Perusahaan ^a		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DPR

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.815 ^a	.766	.742	.733371	2.288

a. Predictors: (Constant), Stabilitas Dividen, Fleksibilitas Struktur Modal, Pertumb. Laba Operasi, Variabilitas Arus Kas, Ukuran Perusahaan

b. Dependent Variable: DPR

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.750	5	10.350	27.651	.000 ^a
	Residual	4.841	9	.538		
	Total	6.591	14			

a. Predictors: (Constant), Stabilitas Dividen, Fleksibilitas Struktur Modal, Pertumb. Laba Operasi, Variabilitas Arus Kas, Ukuran Perusahaan

b. Dependent Variable: DPR

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Std. Error	Beta	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error					Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	.808	.314			7.568	.000					
(Constant)											
Ukuran Perusahaan	-1.098	.142		-.438	-5.748	.000	-.437	-.442	-.214	.638	1.209
Fleksibilitas Struktur Modal	1.031	.043		.410	5.729	.000	-.346	.436	.208	.658	1.873
Pertumb. Laba Operasi	-1.666	.399		-.511	-6.667	.000	-.629	-.686	-.476	.868	1.153
Variabilitas Arus Kas	-.745	.812		-.358	-4.151	.000	-.414	-.250	-.143	.561	1.784
Stabilitas Dividen	.428	.525		.219	3.053	.001	-.367	.218	.115	.666	1.502

a. Dependent Variable: DPR

Lampiran 3 : Uji Non Multikolinieritas

Correlations

	Ukuran Perusahaan	Fleks. Struktur Modal	Pertumb. Laba Operasi	Variabilitas Arus Kas	Stabilitas Dividen
Ukuran Perusahaan	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.304** .000 15	.024 .033 15	.215 .042 15	-.169 .048 15
Fleks. Struktur Modal	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.304** .000 15	.204 .066 15	-.065 .019 15	-.128 .049 15
Pertumb. Laba Operasi	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.024 .033 15	.204 .066 15	-.111 .094 15	.161 .067 15
Variabilitas Arus Kas	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	.215 .042 15	-.111 .094 15	1.000 .094 15	.429 .110 15
Stabilitas Dividen	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	-.169 .048 15	.161 .067 15	.429 .110 15	1.000 .110 15

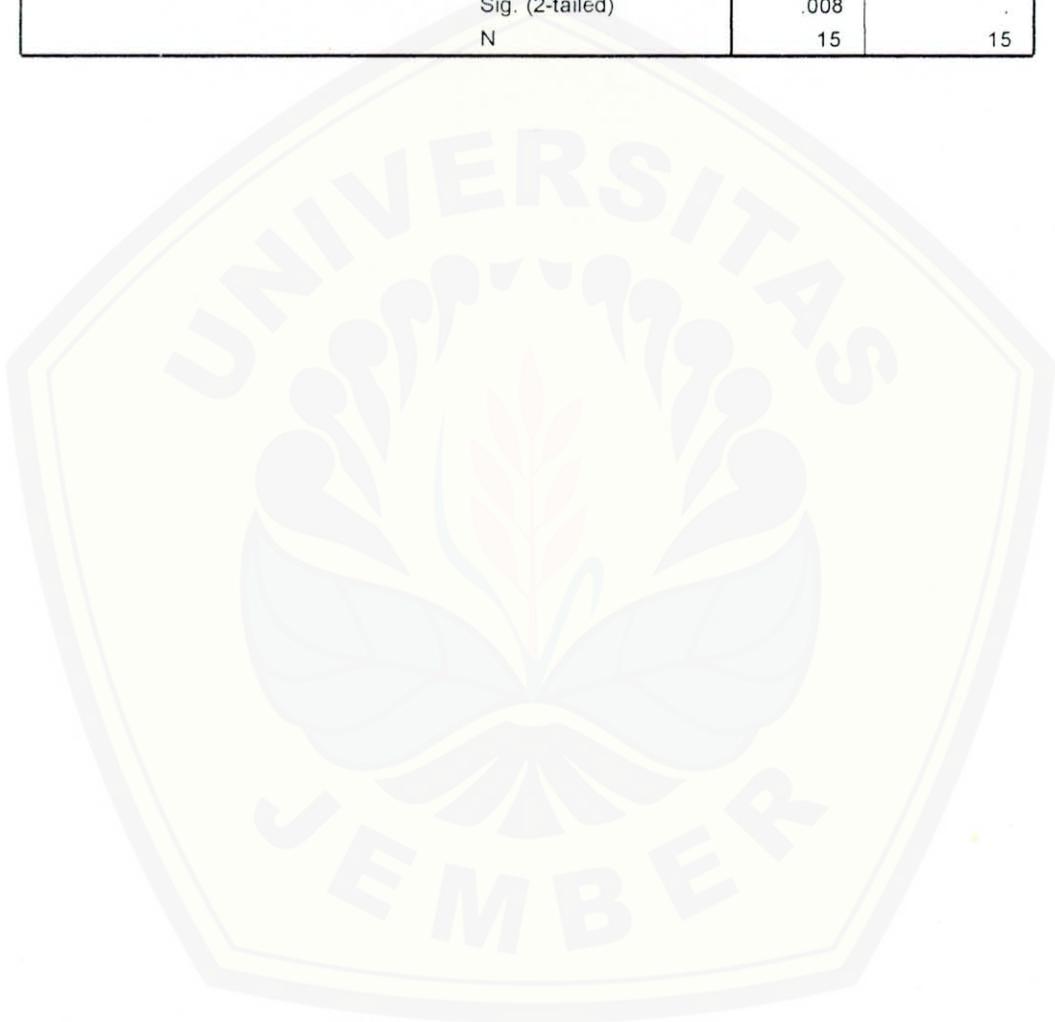
** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Lampiran 4:

Uji Heteroskedastisitas

Correlations

			DPR	Ukuran Perusahaan
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	-.282
		Sig. (2-tailed)	.	.008
		N	15	15
	Ukuran Perusahaan	Correlation Coefficient	-.282	1.000
		Sig. (2-tailed)	.008	.
		N	15	15



Uji Heteroskedastisitas

Correlations

			DPR	Fleks. Struktur Modal
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	.279
		Sig. (2-tailed)	.	.315
		N	15	15
	Fleks. Struktur Modal	Correlation Coefficient	.279	1.000
		Sig. (2-tailed)	.315	.
		N	15	15



Uji Heteroskedastisitas

Correlations

			DPR	Pertumb. Laba Operasi
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	.014
		Sig. (2-tailed)	.	.060
		N	15	15
	Pertumb. Laba Operasi	Correlation Coefficient	.014	1.000
		Sig. (2-tailed)	.060	.
		N	15	15



Uji Heteroskedastisitas

Correlations

			DPR	Variabilitas Arus Kas
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	-.361
		Sig. (2-tailed)	.	.187
		N	15	15
	Variabilitas Arus Kas	Correlation Coefficient	-.361	1.000
		Sig. (2-tailed)	.187	.
		N	15	15



Uji Heteroskedastisitas

Correlations

			DPR	Stabilitas Dividen
Spearman's rho	DPR	Correlation Coefficient	1.000	.314
		Sig. (2-tailed)	.	.054
		N	15	15
	Stabilitas Dividen	Correlation Coefficient	.314	1.000
		Sig. (2-tailed)	.054	.
		N	15	15

