

**ANALISIS HUBUNGAN ANTARA KEPEMILIKAN SAHAM MINORITAS  
DAN *DIVIDEND PAY OUT RATIO* DENGAN LABA  
DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*  
SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

**ANDINI NURWULANDARI**  
*Fakultas Ekonomi, Universitas Nasional*

**ABSTRACT**

*This research investigates issue of protection for minority shareholders of Indonesian public companies. Specifically, the research examines relationship between minority shareholders and dividend pay out ratio with earnings and investment opportunity as moderating variables.*

*Research population includes non monetary companies listed on JSX in 2002, 2003, and 2004. Sample is gathered by purposive sampling method, that is companies distributing dividend in 2002 (55 companies), 2003 (67 companies), and 2004 (75 companies). Multiple regression and logistic regression model are used to analyze data.*

*The result reveals that positive impact of minority shareholders on DPR is due to their interests is unwell protected. Further more, they are also not able to influence dividend distribution decision when companies earn profit.*

**Keywords:** *minority shareholders, corporate governance, dividend pay out ratio.*

**I. PENDAHULUAN**

Penelitian ini mengangkat isu tentang proteksi investor di perusahaan-perusahaan Indonesia dalam melindungi kepentingan publik atau pemegang saham minoritas. Proteksi investor merupakan salah satu isu yang menarik dalam pembahasan bidang *corporate governance*. Laporta dkk. (2000a) mendefinisikan *corporate governance* sebagai perangkat mekanisme yang digunakan oleh *outside investors* untuk melindungi diri mereka terhadap kecurangan (*expropriation*) yang dilakukan *insiders*.

*Expropriation* menurut La Porta (2000a) dapat berupa manipulasi laba, penjualan output atau aktiva, sekuritas tambahan yang dikendalikan *insiders* di perusahaan lain yang dimiliki oleh *insiders* sendiri di bawah harga pasar sehingga menimbulkan *transfer pricing*,

*assets stripping*, dan *investor dilution* yang meskipun legal, mempunyai efek sama dengan mencuri, penyimpangan terhadap peluang dalam perusahaan seperti memposisikan anggota keluarga yang tidak berkualifikasi dalam manajemen atau membayar eksekutif terlalu berlebihan. *Expropriation* ini terkait dengan masalah *agency* yaitu: *insiders* lebih mementingkan dirinya sendiri daripada kepentingan investor luar.

Riset empiris tentang *corporate governance* di berbagai negara menunjukkan bahwa proteksi investor merupakan salah satu hal penting dalam memahami pola finansial perusahaan di berbagai negara yang berbeda (La Porta dkk., 2000a, 2000b). Perbedaan proteksi investor antarnegara disebabkan oleh adanya perbedaan *legal origin*. *Corporate governance* di negara-negara Anglo Saxon berbeda dengan di negara-negara Asia Tenggara (Gugler dan Yurtoglu, 2001).

Di negara Anglo Saxon seperti AS dan Inggris, kepemilikan saham relatif lebih terdispersi sehingga setiap investor individual hanya memiliki insentif dan kemampuan yang terbatas dalam memonitor manajemen. Pada kondisi demikian konflik utama dalam *corporate governance* hanya terjadi antara manajer dan pemegang saham.

Di negara-negara Asia Tenggara struktur kepemilikan saham umumnya terkonsentrasi. Konflik utama yang umumnya terjadi dalam kondisi kepemilikan yang terkonsentrasi adalah konflik antara pemegang saham mayoritas yang memiliki pengendalian yang besar dan pemegang saham luar yang minoritas.

Proteksi investor merupakan hal yang sangat penting karena proteksi investor dapat mendorong perkembangan pasar modal (La Porta dkk, 2000a). Ketika investor terproteksi dari *expropriation*, mereka akan berani membayar lebih mahal terhadap sekuritas perusahaan, sehingga akan menarik pengusaha untuk menerbitkan sekuritas. La Porta dkk. (1997) menunjukkan negara yang memproteksi pemegang sahamnya akan memiliki pasar modal yang lebih bernilai, jumlah sekuritas yang terdaftar per kapita lebih besar, dan tingkat aktivitas IPO yang lebih tinggi dibandingkan dengan negara yang tidak protektif. Hasil penelitian La Porta dkk (1999) mendukung argumen bahwa proteksi investor dan kepemilikan *cash flow* oleh *insiders* berperan dalam membatasi *expropriation*. La Porta dkk (2000a) menyatakan bahwa proteksi investor sangat membutuhkan *enforcement* dari regulasi dan hukum. Salah satu mekanisme *enforcement* dalam standar akuntansi. Mereka menemukan bahwa standar akuntansi digunakan rata-rata sebesar 60.93% sebagai ukuran *enforcement* di negara-negara yang menggunakan *common law* dan *civil law*. Dengan demikian, proteksi investor ini juga terkait dengan profesi akuntansi.

Kondisi proteksi investor Indonesia telah dikaji dalam penelitian yang berbentuk perbandingan antarnegara, di antaranya oleh La Porta dkk (2000a). Kajian mengenai kondisi mengenai proteksi investor

Indonesia perlu dilakukan untuk dapat mengembangkan struktur *corporate governance* yang sesuai bagi perusahaan di Indonesia.

La Porta dkk. (2000a) mengkategorikan Indonesia sebagai negara yang menganut *civil law* dan memiliki proteksi investor yang lemah. Pada negara yang memiliki proteksi investor yang lemah, pengendalian terkonsentrasi pada beberapa investor besar. Pada situasi seperti ini dividen dianggap sebagai mekanisme yang efisien untuk mengatasi masalah *agency (expropriation)*. Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa kepemilikan dalam bentuk *cash flow* dapat mengurangi insentif untuk *expropriation* dan meningkatkan insentif untuk membayar dividen. Pemegang saham minoritas lebih memilih menerima dividen daripada laba diinvestasikan kembali, karena tingginya ketidakpastian tentang apakah mereka dikelabui atau tidak.

Dividen bersifat informatif dalam menjelaskan proteksi terhadap pemegang saham minoritas. Gugler dan Yurtoglu (2001) berargumen bahwa dividen mensinyalkan konflik antara pemilik pengendali dan pemegang saham minoritas. Pembayaran dividen menunjukkan adanya keadilan antara pemegang saham besar dan kecil. Pembayaran dividen merupakan alat yang ideal bagi pemegang saham mayoritas untuk mensinyalkan bahwa mereka tidak bermaksud mengeksploitasi pemegang saham minoritas. La Porta (2000b) menemukan bukti bahwa dividen dibayarkan akibat adanya tekanan dari pemegang saham minoritas kepada *insiders* perusahaan untuk mengeluarkan kas.

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan replikasi atas penelitian yang dilakukan oleh Ratna Septiyanti (2003). Perbedaannya, dalam penelitian sebelumnya tidak digunakan variabel *investment opportunities*. Kepemilikan publik tidak memakai variabel *dummy*, dan hanya menggunakan regresi berganda biasa. Dalam penelitian ditambah model logit, dimasukkan variabel baru *investment opportunities*, variabel kontrol diubah dari variabel leverage *total debt/total asset* menjadi *debt/equity*, dan ukuran perusahaan diubah dari *In asset* menjadi *In sales*.

## **II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

Pembayaran dividen sangat bergantung pada laba yang diperoleh perusahaan. Dividen dibayarkan kepada pemegang saham atas dasar laba yang dihasilkan oleh perusahaan. Dengan kata lain dividen hanya dapat dibayarkan kepada para pemegang saham jika perusahaan memperoleh laba pada tahun yang bersangkutan. Kepemilikan saham minoritas baru dapat mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen jika perusahaan tersebut memperoleh laba. Dengan demikian, pengaruh dari kepemilikan saham minoritas sangat bergantung kepada perolehan laba perusahaan

Sutrisno (2000) menyatakan bahwa laba dan kepemilikan saham merupakan determinan *dividen payout ratio*, namun hasil penelitiannya

menemukan bahwa laba dan kepemilikan saham yang diuji terpisah dengan metode SEM menunjukkan hasil yang tidak signifikan. Ratna Septiyanti (2003) menyatakan bahwa laba dan kepemilikan saham minoritas yang diuji terpisah berpengaruh pada *dividen payout ratio*. Metode yang digunakan adalah regresi berganda.

H1: Laba perusahaan mempengaruhi tingkat pembayaran dividen.

H2: Kepemilikan saham minoritas mempengaruhi tingkat pembayaran dividen.

La Porta dkk. (2000b) menemukan bukti empiris yang mendukung *outcome model* bahwa dividen dibayarkan karena adanya tekanan dari pemegang saham minoritas. Gugler dan Yurtoglu (2001) menemukan bahwa hak kepemilikan yang semakin besar berasosiasi dengan penurunan *dividend payout ratio*, untuk kasus negara Jerman yang memiliki konsentrasi kepemilikan dalam bentuk kepemilikan bank. Hal ini mengarah pada dugaan bahwa kepemilikan saham minoritas berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Menurut Rozeff (1982), pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi konflik kepentingan yang timbul antara agen dan pemegang saham, sehingga biaya keagenan (*agency cost*) pun akan menjadi berkurang. Di sisi lain, pembayaran dividen yang tinggi akan menarik banyak pemegang saham dari luar perusahaan untuk berinvestasi pada perusahaan. Investasi mereka ini merupakan sumber dana eksternal bagi perusahaan. Bila pembiayaan yang menggunakan sumber dana eksternal mengalami peningkatan, maka biaya transaksi (*transaction cost*) akan turut mengalami peningkatan karena biaya transaksi adalah biaya yang timbul karena pendanaan eksternal.

La Porta dkk. (2000b) berargumen berdasarkan *outcome model* bahwa proteksi investor yang lebih baik berasosiasi dengan *dividend payout* yang lebih tinggi, dan sebaliknya. Pemegang saham yang merasa terproteksi dengan baik akan bersedia menerima pembayaran dividen yang rendah dan tingkat reinvestasi yang tinggi dari perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi karena adanya keyakinan investasi tersebut akan menghasilkan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Konsekuensinya adalah ketika proteksi investor baik, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi seharusnya memiliki *dividend payout* yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan rendah.

Hal ini akan berbeda ketika kondisi yang ada berupa proteksi investor yang lemah. Hubungan antara *dividen payout* dan pertumbuhan tidak perlu diharapkan terjadi demikian karena pemegang saham berusaha untuk mendapatkan apa yang mungkin mereka peroleh secepatnya, meskipun hasil yang diperolehnya itu tidak begitu banyak. Dengan kata lain, ketika proteksi terhadap investor lemah pemegang

saham cenderung lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan tersebut bertumbuh atau tidak.

Peluang investasi baru yang menguntungkan menjadi faktor yang secara potensial akan mempengaruhi tingkat dividen, dimana hal ini konsisten dengan model residual dividen (Brigham dan Gapenski, 1996) yang menyatakan bahwa pendanaan terhadap peluang investasi yang menguntungkan harus dilakukan terlebih dahulu sebelum dividen dibayarkan. Hasil survey yang dilakukan oleh Parlington (1985) dalam Aruna (2003) terhadap manajer keuangan menjelaskan bahwa kendala keuangan mendorong ketergantungan antara dividen dan investasi. Hal ini mengimplikasikan bahwa rasio pembayaran dividen berbanding terbalik dengan ketersediaan peluang investasi yang menguntungkan.

Hipotesis ketiga yang diajukan adalah sebagai berikut.

H3: kesempatan bertumbuh (*investment opportunities*) mempengaruhi pembayaran dividen.

### III. METODOLOGI PENELITIAN

#### Sampel

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari *Indonesian Capital Directory* 2002, 2003, dan 2004. Populasi adalah perusahaan nonkeuangan yang terdaftar di BEJ pada tahun 2002, 2003, dan 2004. Metode penelitian pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method*. Sampel adalah perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2002 (55 perusahaan), 2003 (67 perusahaan), dan 2004 (75 perusahaan). Data yang digunakan terdiri dari (1) data tentang % kepemilikan saham publik pada perusahaan yang terdaftar di BEJ, (2) data dividen, (3) laba dan penjualan, (4) kapitalisasi pasar dan harga saham.

#### Pengukuran Variabel

##### *Variabel Dependen*

Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend payout ratio* (DPR). Menurut La Porta dkk. (2000b) DPR merupakan jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dibagi dengan EPS.

##### *Variabel Independen*

Variabel-variabel independen yang digunakan adalah sebagai berikut.

##### 1. Kepemilikan saham minoritas (PUBLIK)

Kepemilikan saham minoritas didefinisikan sebagai persentase saham yang diperjualbelikan atau persentase kepemilikan saham individual oleh pihak luar atau publik, selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi, pihak asing, ataupun famili (Ratna Septiyanti, 2003).

##### 2. Laba perusahaan (EPS)

Laba yang diperoleh perusahaan didefinisikan sebagai laba per lembar saham. Jumlah dividen yang dibayar bergantung pada keuntungan yang diperoleh perusahaan (Ratna Septiyanti, 2003)

3. Ukuran perusahaan (SIZE)

Gugler dan Yurtoglu (2001) menemukan bahwa *dividend payout ratio* dipengaruhi secara negative oleh *size* perusahaan dan *leverage*. Ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol, yang diukur dengan menggunakan logaritma dari logaritma natural dari *sales*. (Gull dan Jaggi, 1999).

4. Struktur modal perusahaan

Variabel struktur modal yang digunakan dalam penelitian ini dioperasionalisasi sebagai nilai buku utang jangka panjang dibagi dengan jumlah nilai buku jangka panjang dan nilai ekuitas (LEV). Definisi operasional ini seperti yang digunakan oleh Koch dan Shenoy (1999).

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Equity}} \dots\dots\dots (1)$$

c. Variabel pemoderasi

Variabel yang digunakan adalah set kesempatan investasi (IOS), Jaggi dan Gul (1999) menyatakan bahwa IOS adalah variabel yang tidak dapat diobservasi, sehingga diperlukan proksi untuk keperluan empiris. Penelitian ini menggunakan proksi *price-based*, yaitu *market to book value of equity* (MVEBVE).

**Model Penelitian**

Model yang digunakan adalah model regresi berganda dan regresi logistik sebagai berikut.

1.  $DPR_i = \beta_0 SIZE_i + \beta_1 EPS_i + \beta_2 DER_i + \beta_3 IOS_i + \beta_4 DPUBLIC_i + e_i$
2.  $Ln(p/1-p) = \beta_0 SIZE_i + \beta_1 EPS_i + \beta_2 DER_i + \beta_3 IOS_i + \beta_4 DPUBLIC_i + e_i$

Definisi operasional untuk variabel *dummy* model regresi, dimana persentase besarnya berasal dari kisaran antara mean dan median tabel statistik deskriptif yaitu seperti di bawah ini.

Variabel terikat rasio pembayaran dividen (DPR) model logistik adalah:

- Rasio untuk tahun 2002  
1 = DDP29 = Rasio pembayaran dividen lebih besar dari 29%, 0 = lainnya.
- Rasio untuk tahun 2003  
1 = DDP30 = Rasio pembayaran dividen lebih besar dari 30%, 0 = lainnya.
- Rasio untuk tahun 2004  
1 = DDP20 = Rasio pembayaran dividen lebih besar dari 20%, 0 = lainnya.

Variabel bebas kepemilikan publik (DPUBLIC) pada model regresi berganda dan logistik adalah sebagai berikut.

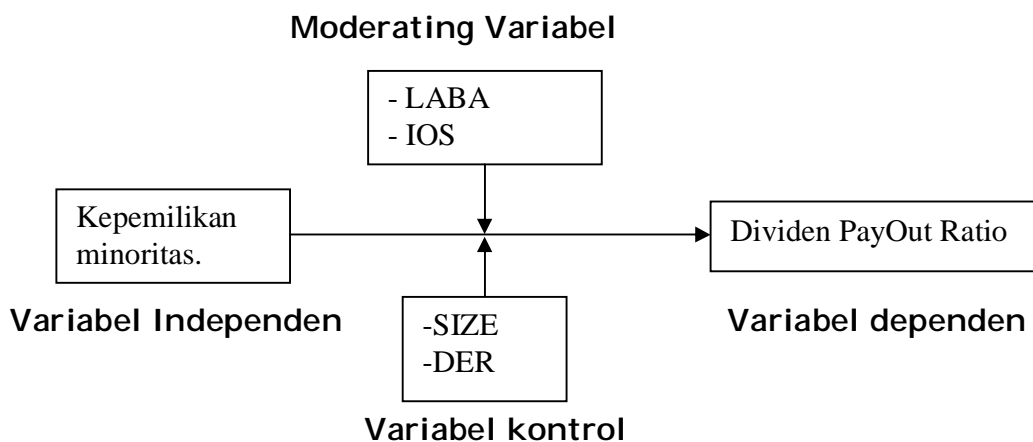
- Persentase untuk tahun 2002 dan 2003  
1 = DPUBLIC 25 = kepemilikan publik lebih besar daripada 25%, 0 = lainnya
- Persentase untuk tahun 2004  
1 = DPUBLIC 20 = kepemilikan publik lebih besar daripada 20%, 0 = lainnya

### Metode Analisis Data

Analisis pengujian hipotesis dengan model regresi dilakukan dengan memperhatikan hal sebagai berikut.

1. Tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 5% dan 10%. Gujarati (2003) menyebutkan bahwa tidak terdapat satu level signifikan yang dapat diaplikasikan untuk semua pengujian.
2. Kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis berdasarkan signifikansi *p value*. Jika  $p\ value > \alpha$ , maka hipotesis alternatif ditolak. Sebaliknya, jika  $p\ value < \alpha$ , maka hipotesis alternatif tidak ditolak (Gujarati, 2003).

### Bagan Penelitian Model 1 dan 2.



## IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

### Statistik Korelasi Semua Faktor dan DPR

Hubungan antara semua faktor dengan rasio pembayaran saham dapat dilihat pada tabel sebagai. Baris pertama koefisien korelasi, baris dua signifikansi.

Dari tabel 1 terlihat bahwa pada tahun 2002 variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan dengan DPR adalah EPS, DER, IOS, DPUBLIC25. Disamping itu, terlihat bahwa hubungan EPS dan DER terhadap DPR adalah negatif, sedangkan IOS dan DPUBLIC25

adalah positif. Hal ini berarti nilai EPS dan DER berbanding terbalik dengan DPR, sedangkan IOS dan DPUBLIC25 berbanding lurus.

Hal ini berarti bahwa untuk setiap peningkatan laba per lembar saham dan utang perusahaan, maka rasio dividen yang dibayarkan akan semakin kecil. Jika peluang investasi perusahaan yang semakin tinggi, maka DPR juga naik. Dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan publik yang lebih besar daripada 25% mempunyai koefisien korelasi terbesar di antara variabel yang lainnya. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan publik, maka rasio dividen yang dibayarkan semakin besar.

Dari tabel 1 terlihat juga bahwa pada tahun 2003, variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan dengan DPR adalah DER, IOS, DPUBLIC25. Selain itu, terlihat bahwa hubungan DER terhadap DPR adalah negatif, IOS berhubungan positif dengan DPR, sedangkan untuk DPUBLIC 20 adalah positif. Hal ini berarti nilai DER berbanding terbalik dengan DPR, sedangkan IOS dan DPUBLIC20 berbanding lurus.

Hal ini berarti bahwa setiap peningkatan utang perusahaan, maka rasio dividen yang dibayarkan semakin kecil. Semakin tinggi peluang investasi perusahaan maka rasio dividen yang dibayarkan makin tinggi. Seharusnya menurut teori hubungan antara IOS dan DPR bersifat terbalik.

Untuk kondisi di Indonesia, di mana proteksi investor lemah maka hubungan antara *dividend payout* dan pertumbuhan (peluang investasi) tidak perlu harus berhubungan terbalik, karena pemegang saham berusaha untuk mendapatkan apa yang mungkin diperoleh secepatnya meskipun hasil yang diperolehnya itu tidak begitu banyak. Dengan kata lain, ketika proteksi terhadap investor lemah, pemegang saham lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan tersebut bertumbuh (memiliki peluang investasi) atau tidak.

Dari tabel 1 juga terlihat bahwa pada tahun 2004, variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan dengan DPR adalah DER dan DPUBLIC20. Disamping itu terlihat bahwa hubungan DER terhadap DPR adalah negatif, sedangkan untuk DPUBLIC 20 adalah positif. Hal ini berarti bahwa DER berbanding terbalik dengan DPR, sementara DPUBLIC20 berbanding lurus. Hal ini berarti untuk setiap peningkatan utang perusahaan, maka rasio dividen yang dibayarkan akan semakin kecil. Dapat dilihat bahwa variabel kepemilikan publik yang lebih besar dari 20% mempunyai hubungan positif dengan rasio dividen yang dibayarkan. Hal tersebut menunjukkan semakin tinggi kepemilikan publik, maka rasio dividen yang dibayarkan semakin besar.

### **Hasil Perhitungan Model Regresi Berganda Model 1**

Pada hasil tabel output berikut akan terlihat bagaimana model regresi linier dengan memasukkan semua variabel. Setelah melakukan pengujian pada tahun 2002—2004, maka dapat terlihat bagaimana pengaruh variabel-variabel independen, pemoderasi, kontrol (semua



variabel) dengan DPR. Angka dibaris kedua merupakan signifikansi yang bertujuan menguji hipotesis atas adanya pengaruh khususnya diantara variabel-variabel dengan DPR.

Pada tahun 2002 yang mempengaruhi DPR adalah EPS, DER, IOS dan DPUBLIC25. EPS memberikan pengaruh yang sifatnya berlawanan dengan DPR. Ini berarti laba perusahaan mempengaruhi DPR. DER memberikan pengaruh yang sifatnya berlawanan dengan DPR. Ini berarti bahwa *leverage* perusahaan mempengaruhi DPR, IOS memberikan pengaruh yang sifatnya searah dengan DPR. Ini berarti bahwa peluang investasi dari perusahaan mempengaruhi DPR. DPUBLIC25 memberikan pengaruh yang sifatnya searah dengan DPR. Ini berarti kepemilikan publik lebih dari 25% dari perusahaan mempengaruhi DPR. Secara keseluruhan jika semua variabel diregresikan terhadap DPR, model yang dibentuk hanya dapat menjelaskan 30,4% variabel dependen (DPR), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain-lain sebesar 69,6%.

Pada tahun 2003 yang mempengaruhi DPR adalah IOS dan DPUBLIC25. IOS memberikan pengaruh yang sifatnya searah dengan DPR, ini berarti peluang investasi perusahaan mempengaruhi DPR. DPUBLIC25 memberikan pengaruh yang sifatnya searah dengan DPR, ini berarti kepemilikan publik lebih dari 25% dari perusahaan mempengaruhi DPR. Secara keseluruhan dapat dikatakan jika semua variabel diregresikan terhadap DPR, model yang dibentuk hanya dapat menjelaskan 6,7% variabel dependen (DPR), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain-lain yaitu sebesar 93,3%.

Pada tahun 2004 yang mempengaruhi DPR adalah DER dan DPUBLIC20. DER memberikan pengaruh sifatnya berlawanan dengan DPR. Hal ini berarti utang perusahaan mempengaruhi DPR. DPUBLIC20 memberikan pengaruh yang sifatnya searah dengan DPR. Ini berarti bahwa kepemilikan publik lebih dari 20% dari perusahaan mempengaruhi DPR. Secara keseluruhan dapat dikatakan jika semua variabel diregresikan terhadap DPR, model yang dibentuk hanya dapat menjelaskan 10,2% variabel dependen (DPR), sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain-lain yaitu sebesar 80,8%.

### **Hasil Perhitungan Model Regresi Logistik Model 2**

Dari persamaan regresi logistik tahun 2002 pada Tabel 3, dapat diketahui hanya variabel DPUBLIC25 berhubungan signifikan dengan  $DDPR > 29\%$ . Artinya peluang kepemilikan publik yang lebih besar daripada 25% untuk DPR di atas 29%, 2,9 kali peluang DPR yang di bawah 29%.

Dari persamaan regresi logistik tahun 2003 pada Tabel 3, hanya variabel DER dan IOS berhubungan signifikan dengan  $DDPR > 30\%$ . Artinya peluang tingkat utang perusahaan untuk DPR di atas 30%, 0,482 kali peluang yang DPR dibawah 30%. Peluang kesempatan investasi perusahaan untuk DPR di atas 30%, 1,009 kali peluang yang DPR di bawah 30%.

Dari persamaan regresi logistik tahun 2004 pada Tabel 3, hanya variabel IOS dan DPUBLIC20 berhubungan signifikan dengan DDPR > 20%. Artinya Peluang kesempatan investasi perusahaan untuk DPR diatas 20%, 1,003 kali dari peluang yang DPR dibawah 20%. Peluang kepemilikan publik yang lebih besar daripada 25% untuk DPR diatas 20%, 2,56 kali peluang yang DPR di bawah 20%.

### **Ringkasan Hasil Penelitian dan Pengujian Hipotesis**

Adapun ringkasan hasil penelitian dan pengujian hipotesis dapat dilihat di tabel 4. Berikut adalah hasil uji signifikansi dari setiap variabel bebas yang diuji dalam model regresi berganda dan logit terhadap DPR seperti tampak pada tabel 4.

#### *Laba Perusahaan (EPS)*

Pada saat laba perusahaan (EPS) naik, maka akan terjadi perubahan DPR, logika keuangannya adalah jika perusahaan mengalami peningkatan laba, maka dividen yang dibayarkan untuk investor akan meningkat. Dari hasil pengujian hanya EPS tahun 2002 pada model regresi berganda yang berkorelasi negatif dan signifikan pada DPR. Korelasi negative diartikan setiap kenaikan EPS, akan diikuti penurunan DPR, sebaliknya setiap penurunan EPS, perusahaan tetap membayar dividen. Berarti pada saat perusahaan memperoleh kenaikan laba, bisa saja tidak diikuti dengan kenaikan pembayaran dividen untuk investor. Sebaliknya perusahaan-perusahaan yang mengalami penurunan EPS tidak menurunkan pembayaran dividen, mengingat penurunan dividen berpotensi memberi sinyal yang negative pada investor atau pasar sehingga dapat menurunkan nilai (harga saham).

#### *Peluang Kesempatan Investasi (IOS)*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa IOS berkorelasi positif dan signifikan dengan DPR tahun 2002, 2003 di model regresi berganda dan 2003 di model logistik. Untuk kondisi di Indonesia, dimana proteksi investor lemah maka hubungan antara dividen payout dan pertumbuhan tidak perlu harus berhubungan terbalik, karena pemegang saham berusaha untuk mendapatkan apa yang mungkin mereka peroleh secepatnya, meskipun hasil yang diperolehnya itu tidak begitu banyak dengan kata lain, ketika proteksi terhadap investor lemah, pemegang saham lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan tersebut bertumbuh atau tidak.

#### *Kepemilikan minoritas (PUBLIK)*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada tahun 2004 kepemilikan publik yang lebih besar dari 20%, berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR pada model regresi berganda dan logit. Pada tahun 2002 dan 2003, kepemilikan publik yang lebih besar dari 25% berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR terhadap model regresi

model regresi berganda, sedangkan di model logit kepemilikan publik lebih besar dari 25% berpengaruh signifikan dan positif pada tahun 2002.

## V. SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

1. Pengaruh positif dari pemegang saham minoritas (PUBLIC) terhadap DPR perusahaan disebabkan oleh adanya rasa kekhawatiran para pemegang saham minoritas bahwa kepentingan mereka tidak terlindungi dengan baik. Para pemegang saham minoritas akan berusaha mendapatkan haknya berupa dividen yang dibagikan oleh perusahaan daripada menginvestasikan kembali laba yang diperoleh perusahaan, karena mereka merasa tidak ada kepastian bahwa mereka tidak akan dicurangi oleh manajemen dan/atau pemegang saham mayoritas.
2. Pemegang saham minoritas juga tidak dapat mempengaruhi keputusan pembagian dividen jika perusahaan memperoleh laba. Hal tersebut terlihat bahwa hasil penelitian dari hasil pengujian hanya EPS tahun 2002 pada model regresi berganda yang berkorelasi negatif dan signifikan pada DPR. Pemegang saham minoritas tidak dapat melakukan mekanisme *exit*, untuk menekan manajer agar tidak berbuat curang dengan melakukan ancaman penjualan saham kepada pemegang saham lainnya, namun mekanisme ini hanya dapat berjalan dengan baik dalam pasar modal yang likuid. Kondisi pasar Indonesia yang tidak likuid mungkin menyebabkan para pemegang saham minoritas lebih mempengaruhi DPR perusahaan dengan cara berusaha mendapatkan pembayaran dividen dari perusahaan yang memperoleh laba.

### Saran

Perlu dimasukkan variabel lain misalnya manajerial *ownership*, karena kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Selain itu kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A dan N.J. Nagarajan. 1990. "Corporate Capital Structure, Agency Cost, and Ownership Control". *Journal of Finance*. 45.
- Aruna A (2003), "Keputusan Pembagian Dividen". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. FE Unika Atmajaya.

- Brigham, E.F. 2002. *Financial Management: Theory and Practise*. Harcourt College Publisher. Orlanda.
- Collins, D.W. dan S.P. Kothari. 1989. "Analysis of Intertemporal and Cross Sectional Determinants of Earnings Response Coefficient". *Journal of Accounting and Economics*.
- Ctrutchley, CE dan R.S. Hansen. 1999. "A Test of the Agency Theory of Management Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends". *Financial Management*.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics*, New York: Mc Graw Hill.
- Gugler, K. dan B. B.Yurtoglu. 2001. "Corporate Governance and Dividend Pay Out Policies in Germany". <http://www.ssrn.com/papers>.
- Hartono. 1999. "An Agency-cost Explanation for Dividen Payments". *Paper*. Gadjah Mada University.
- Jaggi B dan F.A. Gul. 1999. "An Analysis of Joint Effect of Invesment Opportunity Set, Free Cash Flow and Size on Corporate Debt Policy". *Review of Quantitative and Accounting*. 12.
- Jensen, M.C. and M.H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost and Capital Structure". *Journal of Financial Economics*.
- Kallapur, S and M.A. Trombley. 1999. "The Association Between Invesment Opportunitéis Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance and Accounting* 26.
- Koch, PD dan Shenoy. 1999. "The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies". *Financial Management*.
- La Porta , R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 1997. "Legal Determinat of External Finance". *Journal of Finance*. 52
- La Porta , R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 1999. "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance*. 54.
- La Porta , R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 2000a. "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Econimics*. 58.

La Porta , R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R.W. Vishny. 2000b. Agency Problems and Dividens Policies Around the World. *Journal of Finance* 60.

Rozeff, M.S. 1982. "Growth, Beta, Agency Cost as Determinants of Dividen Pay Out Ratio". *Journal of Financial Research*.

Septiyanti, Ratna. 2003. "Analisis Hubungan antara Kepemilikan Saham dan *Dividend Pay Out Ratio* dengan Laba sebagai Variabel Pemoderasi". *Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya 16—17 Oktober 2003.

Shleifer, A. dan R.W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance* 52.

Sutrisno. 2000. "Analisis Faktor Faktor yang Mempengaruhi Dividend Pay Out Rasio pada Perusahaan Publik di Indonesia". *TEMA*. 11.1.Maret. 1—2.

**Tabel 1. Statistik Korelasi Semua Variabel dengan DPR**

variabel	Tahun		
	2002	2003	2004
SIZE	-0.018 <b>0.448</b>	0.057 <b>0.324</b>	0.074 <b>0.263</b>
EPS	-0.309 <b>0.011</b>	0.049 <b>0.346</b>	-0.064 <b>0.292</b>
DER	-0.31 <b>0.011</b>	-0.183 <b>0.069</b>	-0.263 <b>0.011</b>
IOS	0.189 <b>0.083</b>	0.229 <b>0.031</b>	0.006 <b>0.48</b>
DPUBLIC25	0.428 <b>0.001</b>	0.224 <b>0.034</b>	
DPUBLIC20	-	-	0.318 <b>0.003</b>

Sumber: data diolah

**Tabel 2 Perhitungan Regresi Berganda Model 1**

Variabel	2002	2003	2004
Konstanta	28.899 0.023	32.356 0.236	1.823 0.942
SIZE	-0.077 0.937	-0.536 0.805	1.191 0.506
EPS	-0.003 <b>0.088</b>	0.002 0.465	-0.00016 0.78
DER	-3.561 <b>0.011</b>	-4.543 0.267	-5.33 <b>0.031</b>
IOS	0.02 0.011	0.034 <b>0.077</b>	-8.90E-05 0.789
DPUBLIC20	-	-	13.494 <b>0.016</b>
DPUBLIC25	9.863 <b>0.002</b>	13.007 <b>0.05</b>	-
Adj R <sup>2</sup>	0.304	0.067	0.102
F value	5.718	1.953	2.673
Sign	0	0.099	0.029

Sumber: data diolah

**Tabel 3 Perhitungan Regresi Logistik Model 2**

	2002 <sup>a)</sup>	2003 <sup>b)</sup>	2004 <sup>c)</sup>
KONSTANTA	0.716 {2.635} [0.786] 2.047	-3.858 {2.607} [0.139] 0.794	-0.23 {2.411} [0.924] 0.794
SIZE	-0.075 {0.211} [0.723] 0.928	0.26 {0.208} [0.210] 1.297	-0.026 {0.178} {0.885} 0.975
EPS	-0.00039 {0.00038} [0.299] 1	-0.00025 {0.00029} [0.395] 1	-0.0001 {0.00018} [0.590] 1
DER	-0.475 {0.319} [0.136] 0.622	-0.729 {0.422} [0.084] 0.482	-0.288 {0.247} [0.244] 0.750
IOS	0.005 {0.003} [0.134] 1.005	0.008 {0.004} [0.021] 1.009	0.003 {0.002} [0.149] 1.003
DPUBLIC20	-	-	0.938 {0.526} [0.074] 2.555
DPUBLIC25	1.063 {0.642} [0.098] 2.894	0.06 {0.588} [0.918] 1.062	- - - -

a) DDPR untuk 2002 >29% ; b) DDPR untuk 2003 > 30%

c). DDPR untuk 2004 > 20%.

Keterangan : baris pertama koefisien beta, baris kedua standar error  
baris ketiga signifikansi, baris keempat odds ratio

Sumber: data diolah

**Tabel 4. Ringkasan Hasil Penelitian dan Pengujian Hipotesis**

	Regresi Berganda			Regresi Logistik		
	2002	2003	2004	2002 <sup>a)</sup>	2003 <sup>b)</sup>	2004 <sup>c)</sup>
SIZE	-0.077 0.937	-0.536 0.805	1.191 0.506	SIZE -0.075 [0.723]	0.26 [0.210]	-0.026 [0.885]
EPS	-0.003 <b>0.088</b>	0.002 0.465	-0.00016 0.78	EPS -0.00039 [0.299]	-0.00025 [0.395]	-0.0001 [0.590]
DER	-3.561 <b>0.011</b>	-4.543 0.267	-5.33 <b>0.031</b>	DER -0.475 [0.136]	-0.729 [0.084]	-0.288 [0.244]
IOS	0.02 0.011	0.034 <b>0.077</b>	-8.90E-05 0.789	IOS 0.005 [0.134]	0.008 [0.021]	0.003 [0.149]
DPUBLIC20	-	-	13.494 <b>0.016</b>	DPUBLIC20 -	-	0.938 [0.074]
DPUBLIC25	9.863 <b>0.002</b>	13.007 <b>0.05</b>	-	DPUBLIC25 1.063 [0.098]	0.06 [0.918]	- -

Keterangan: koefisien beta  
signifikansi

a) DDPR untuk 2002 >29%  
b). DDPR untuk 2003 > 30%  
c). DDPR untuk 2004 > 20%.

Keterangan : baris pertama koefisien beta,  
baris kedua signifikansi.

Sumber: data diolah