

ANALISIS *INSIDER OWNERSHIP*, KEBIJAKAN HUTANG DAN KEBIJAKAN PEMBAYARAN DEVIDEN SERTA PENGARUHNYA TERHADAP *RETURN SAHAM*

HERMUN NINGSIH

Fakultas Ekonomi Universitas Sarjana Wiyata Yogyakarta

email: hermun_feust@yahoo.com

ABSTRACT

The research tries to know impact insider ownership and Debt Policy to stock return. The research objects are the company that was registered in the Indonesian Stock Exchange in 2005 until 2008 that announce dividend. The sampling method is purposive sampling method and it can find 13 sample companies that announce dividend. Hypothetical testing method is Multistage Regression with the significance level 0,05. The results shows there is no significant impact insider ownership and Debt Policy to Dividend Policy. So Dividend Policy no impact to Stock Return.

Keywords : *Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Return Saham*

PENDAHULUAN

Kondisi pasar merefleksikan kondisi ekonomi, maka perubahan kondisi ekonomi tentunya akan tercermin pada kondisi pasar yang merupakan harapan para pemodal terhadap kondisi ekonomi yang akan datang. Manajemen keuangan mempunyai kepentingan dengan bagaimana menciptakan dan menjaga nilai ekonomis atau kesejahteraan. Konsekuensinya, semua pengambilan keputusan harus difokuskan pada penciptaan kesejahteraan. Perusahaan mempunyai tujuan untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham, dengan cara memaksimalkan nilai saham perusahaan. Tujuan ini tidak hanya merupakan kepentingan bagi para pemegang saham semata, namun juga akan memberikan manfaat yang terbaik bagi masyarakat dilingkungan perusahaan.

Pengelolaan Perusahaan lazimnya bertujuan untuk memakmurkan pemiliknya. Semakin tinggi harga saham berarti semakin memakmurkan pemilik saham. Harga pasar saham menunjukkan nilai perusahaan. Dengan demikian bila harga saham meningkat maka berarti nilai perusahaan meningkat. Untuk mencapai tujuan tersebut, para pemilik modal (sebagai principal) bisa mempercayakan kepada

para profesional (manajerial) atau *insiders* atau sering disebut agen. Para profesional itu atau manajer akan bertanggung jawab *pertama* terhadap keputusan alokasi dana baik yang dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan untuk investasi, *kedua* adalah menyangkut keputusan pembelanjaan. Keputusan ini akan terkait dengan optimasi pembelanjaan, *Ketiga* adalah menyangkut keputusan dividen (Hardjito, 2006).

Pemberian amanat kepada *insiders* dapat dipandang sebagai pemisahan fungsi *decition making* dan *risk beating* (Jansen & Meckling, 1976). Pemodal selaku penyedia dana berkepentingan untuk mengamankan dananya yang diinvestasikan, sedangkan pihak *insiders* berhak atas gaji dan kompensasi lainnya karena menjalankan amanat termasuk mengambil keputusan-keputusan bisnis yang diharapkan terbaik bagi pemilik modal.

Sementara itu kebijakan hutang juga akan terkait dengan harga saham. Dengan mempertimbangkan pajak, maka nilai perusahaan atau harga saham akan ditentukan oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan

nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Sedangkan Homaifar, Benkato, dan Zietz (1994) menemukan bahwa keuntungan saham mempengaruhi keputusan struktur modal. Mereka menemukan hubungan negatif antara keuntungan saham dengan hutang. Argumen ini mendukung pendapat bahwa perusahaan cenderung menggantikan hutang dengan *equity* apabila tingkat keuntungan saham tinggi.

Permasalahan dalam kebijakan dan pembayaran *dividend* pada perusahaan yang *go public* mempunyai dampak yang sangat penting baik bagi para investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividennya. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu dengan mengharapkan *return* dalam bentuk *dividend* maupun *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus-menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, dan sekaligus juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Tentunya hal ini menjadi unik, karena di satu sisi kebijakan *dividend* adalah sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap *dividend* dan di sisi lain bagaimana kebijakan *dividend* ini bisa dilakukan tanpa harus menghambat pertumbuhan perusahaan

Teori signalling menyatakan bahwa kebijakan deviden memiliki kandungan informasi, sehingga hal ini dapat berpengaruh terhadap harga saham. Kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin menimbulkan konflik kepentingan (*agency conflict*). Sebagai contoh, manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan di sisi lain pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar. Konflik yang terjadi tersebut akan menimbulkan biaya keagenan, sedangkan salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan yang muncul adalah dengan pembayaran

dividen kepada pemegang saham. Van Horne (1998), menyatakan pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Sehingga likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan dividen. Pada dasarnya faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dari manajemen perusahaan kepada para pemegang saham dipengaruhi oleh beberapa hal, salah satunya adalah likuiditas perusahaan. Pada perusahaan yang berkembang dan menguntungkan mungkin tidak likuid karena dana yang dimilikinya digunakan untuk keperluan aktiva tetap dan modal kerja permanen. Manajemen perusahaan biasanya ingin mempertahankan tingkat likuiditas tertentu guna memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Untuk mencapai tujuan tersebut, manajemen perusahaan mungkin melakukan penolakan untuk membayar dividen dalam jumlah besar.

Hasil penelitian Suwaldiman (2006), menemukan bahwa *insider ownership* berpengaruh secara signifikan terhadap Kebijakan pembayaran Dividen. Suhartono (2004), menyatakan bahwa perusahaan yang tingkat kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen tinggi cenderung membagikan dividennya rendah. Hasil penelitian tersebut juga didukung oleh Wahidahwati (2002), yang menyatakan bahwa *insider ownership* atau tepatnya *managerial ownership* mempunyai arah positif yang signifikan terhadap kebijakan pembagian dividen. Atika Jauhari Hatta (2002: 14), dalam penelitiannya menyatakan bahwa faktor tingkat kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) yang tinggi bukanlah faktor terbesar yang secara signifikan mempengaruhi kebijakan pembagian dividen. Ditambahkan pula oleh hasil penelitian dari Agus Sartono (2001), yang menyatakan bahwa kepemilikan orang dalam (*insider ownership*) memiliki hubungan yang signifikan dan saling berpengaruh terhadap kebijakan pembagian dividen. Selain tingkat kepemilikan orang dalam (*insider ownership*), yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kebijakan hutang. Agus Harjito, Nurfauziah (2006),

menyatakan hubungan saling mengganti antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen dalam peranan pengawasan masalah agensi tidak terjadi secara signifikan. Hubungan saling mengganti ini ditunjukkan oleh tanda koefisien negatif dan tidak signifikan untuk kedua mekanisme hutang dan dividen.

Penelitian ini mencoba untuk mengetahui apakah *insider ownership*, kebijakan dividen dan kebijakan hutang berpengaruh terhadap *return* saham.

KAJIAN PUSTAKA

***Insider ownership* dan Kebijakan Pembayaran Dividen**

Kebijakan dividen dalam teori keagenan digunakan sebagai *bonding mechanism* untuk mengendalikan *agency cost of equity*. Pembayaran dividen akan mencegah manajemen untuk melakukan tindakan *perquisites* karena internal *cash flow* akan diserap untuk membayar dividen bagi pemegang saham. Dalam kaitannya dengan teori keagenan, dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensi akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya. Semakin besar *insider ownership* maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen sekaligus sebagai pemilik perusahaan, sehingga hal tersebut mengakibatkan biaya agen semakin kecil, karena pemilik sekaligus merangkap sebagai manajemen sehingga biaya pengawasan berkurang.

Karena informasi yang dimiliki oleh *insider* terutama informasi mengenai rencana-rencana perusahaan yang akan datang sangat lengkap, maka hal ini akan membawa pengaruh yang besar terhadap kepentingannya dalam menetapkan kebijakan dividen. Semakin besar *insider ownership* berarti semakin kecil biaya agen, dan semakin besar kekuatan dalam menentukan kebijakan dividen. Sehingga dengan demikian manajemen akan cenderung untuk mengurangi pembayaran dividen dan menggunakan dananya untuk memperbesar atau memperluas usahanya.

Agus Sartono (2001) melakukan penelitian yang berfokus pada pengujian

empirik teori keagenan (*agency theory*) di Bursa Efek Jakarta. Penelitian tersebut bertujuan untuk menguji hubungan dari faktor-faktor yang mempengaruhi kepemilikan orang dalam, utang, dan kebijakan dividen. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian tersebut juga mengungkap bahwa dividen akan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*). Dalam penelitian Agus Sartono (2001), disimpulkan bahwa dengan kenaikan tingkat kepemilikan *insider* mengakibatkan kebijakan pembayaran dividen menurun.

Jensen et al. (1992) yang melakukan penelitian tentang hubungan antara *insider ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan menggunakan analisa least square 3 tahap. Hasilnya mendukung pernyataan bahwa *ownership*, kebijakan hutang dan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang interdependensi. Secara khusus *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang dan dividen

Suhartono (2004) menunjukkan bahwa tingkat *insider ownership* tinggi, cenderung membayarkan dividen rendah, dalam kaitannya dengan teori keagenan, dengan semakin meningkatnya dari kepemilikan manajemen, maka biaya agensi akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya. Semakin besar *insider ownership*, maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen sekaligus pemilik perusahaan, sehingga hal tersebut mengakibatkan biaya agensi semakin kecil, karena pemilik sekaligus merangkap sebagai manajemen sehingga biaya pengawasan berkurang.

Dengan demikian hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini adalah

H1 : *Insider Ownership* berpengaruh negative terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen.

Kebijakan Hutang dan Kebijakan Pembayaran Dividen

MM berpendapat bahwa semakin besar penggunaan hutang akan semakin

besar pula risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Dengan demikian penggunaan hutang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan karena keuntungan dari biaya hutang yang lebih murah ditutup dengan naiknya biaya modal sendiri. Pendapat ini kemudian diintrodusir sendiri oleh MM pada tahun 1963, yaitu bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (tax deductible expense).

Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia. Penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penerunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988). Namun demikian peningkatan hutang juga akan menimbulkan peningkatan risiko kebangkrutan bila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang yang hati-hati.

Dengan demikian hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini adalah

H2: Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Kebijakan Pembayaran Dividen dan Return Saham

Horne dan Wachoviz (1998) mendefinisikan *return* sebagai: "*Return as benefit which related with owner that includes cash dividend last year which is paid, together with market cost appreciation or capital gain which is realization in the end of the year*". Menurut Jones (2000) "*return is yield dan capital gain (loss)*". (1) *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk dividen), (2) *Capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan. Hal tersebut diperkuat oleh Corrado dan Jordan (2000) yang menyatakan bahwa "*Return from in-*

vestment security is cash flow and capital gain/loss". Berdasarkan pendapat yang telah dikemukakan, dapat diambil kesimpulan *return* saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham investor atas investasi yang dilakukannya, yang terdiri dari dividen dan *capital gain/loss*.

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam suatu periodik tertentu. *Capital gain/loss* dalam suatu periode merupakan selisih antara harga saham semula (awal periode dengan harganya di akhir periode). Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari harga awalnya, maka dikatakan investor memperoleh *capital gain*, sedangkan bila yang terjadi sebaliknya maka investor dikatakan memperoleh *capital loss*. Pembagian dividen kepada pemegang saham menyebabkan posisi kas suatu perusahaan semakin berkurang. Hal ini juga mengakibatkan *leverage* (rasio antara hutang terhadap ekuitas) akan semakin besar. Dampak yang timbul adalah para pelaku pasar akan berpikiran negatif terhadap perusahaan. Hasil penelitian tersebut memberikan petunjuk eksplisit bahwa pembagian dividen akan berdampak terhadap pendanaan perusahaan, karena perusahaan mengeluarkan dana kas besar untuk pemegang saham. Apabila pembayaran dividen semakin besar, secara keseluruhan posisi modal akan menurun. Hal ini terlihat dari munculnya hubungan yang berbanding terbalik antara dividen dengan modal sendiri. Semakin besar dividen yang dibayar akan mengurangi besarnya laba ditahan, sehingga posisi modal perusahaan akan turun. Hal ini membuat investor berpikiran negatif sehingga harga saham perusahaan tersebut akan mengalami penurunan, sehingga terjadi *return* yang negatif.

Kebijakan pembayaran dividen merupakan suatu kebijakan yang dengan biaya mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen. Perusahaan umumnya menolak untuk mengurangi pembayaran dividen dan menganut kebijakan konservatif dengan pembayaran dividen yang stabil. Hanya perusahaan dengan tingkat kemampula-

baan yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan deviden. Banyak perusahaan yang selalu mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospek ke depan yang cerah dan tidak menghadapi masalah keuangan. Namun, Perusahaan yang kurang prospektif dan menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar deviden. Hal ini berdampak pada perusahaan yang membagikan deviden, memberikan tanda pada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan tingkat kebijakan deviden yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya. Perusahaan dengan prospek ke depan yang cerah, akan memiliki harga saham yang semakin tinggi. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H3: Kebijakan pembayaran deviden berpengaruh positif terhadap perubahan Return Saham

METODE PENELITIAN

Sampel Penelitian

Data yang diperlukan dalam penelitian ini diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* dan Laporan Tahunan dari tahun 2005 sehingga 2008. Sampel penelitian ini diambil menggunakan metode *purposive sampling* berdasarkan kriteria : Perusahaan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005 hingga 2008, Perusahaan memiliki kebijakan hutang baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang, Perusahaan bersangkutan memiliki data *insider ownership*, Perusahaan bersangkutan telah membayar deviden pada waktu-waktu tertentu sesuai dengan peraturan perusahaan.

Jumlah perusahaan yang memenuhi syarat menjadi sampel penelitian ini sebanyak 27 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Terdapat 2 variabel tergantung dan 3 variabel tidak tergantung yang dianalisis dalam penelitian ini. Variabel tergantung meliputi kebijakan deviden, return saham

sedangkan variabel tidak tergantung terdiri dari Insider Ownership (INSD), kebijakan hutang (DEBT) dan kebijakan deviden (DPR).

INSD = Insider Ownership

Variabel ini sebagai variabel independen yang menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen dalam presentase. Ada beberapa pendapat yang mengatakan *insider ownership* adalah kepemilikan saham oleh *directors* (direktur/manajemen) dan *commissioners* (komisaris), dengan rumus matematis :

$$INSD = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki insider}}{\text{Total saham beredar}}$$

DEBT = Kebijakan Hutang

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya leverage keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri.

$$DER = \frac{\text{Total Hutang atau Kewajiban}}{\text{Total Modal Sendiri}}$$

DPR = Kebijakan Pembayaran Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk menilai besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dari laba bersih sesudah pajak (EAT) adalah Rasio Pembayaran Dividen. (DPR), yaitu rasio yang menunjukkan per-

bandingan antara Dividen Per lembar Saham (DPS) dengan Laba Per lembar Saham (LPS).

$$\text{DPR} = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{Laba perlembar saham (LPS)}}$$

Return Saham

Menurut Jogiyanto (2003) saham dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang. Berdasarkan pengertian *return*, bahwa *return* suatu saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya dengan mengabaikan dividen, maka dapat ditulis rumus: Ross *et al.*, (2003)

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan :

R_i = Return saham

P_t = Harga saham pada periode t

P_{t-1} = Harga saham pada periode t-1

Teknik Analisis Data

Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan Regresi Bertahap atau *Multistage Regresión* yang di-

gunakan untuk menguji hipotesis tentang pengaruh *insider ownership* dan kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen (DPR).

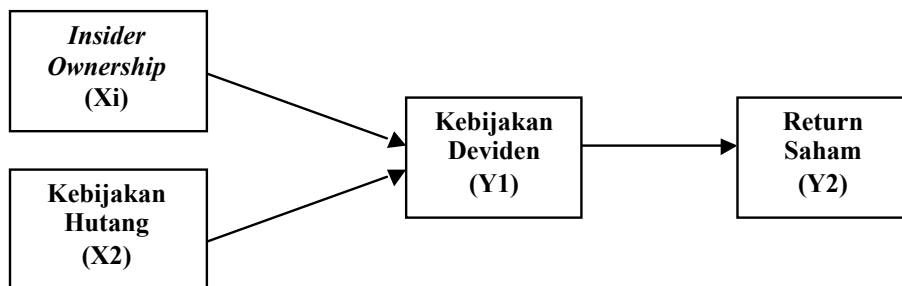
Tujuan pengujian regresi bertahap/*multiple regression* adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh *insider ownership* dan kebijakan dividen, dalam hal ini *dividend payout ratio* (DPR). terhadap perubahan harga saham (*return*) Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependent secara individu diuji dengan uji T, sedangkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan diuji dengan uji F. Secara teoritis model yang digunakan dalam penelitian ini akan menghasilkan parameter model penduga yang sah bila memenuhi asumsi normalitas, tidak terjadi autokorelasi, multikolinieritas, dan heterokedastisitas atau data bersifat homokedastisitas.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Diskripsi Data Penelitian

Dari hasil pengambilan sampel sebanyak 12 perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia diperoleh gambaran nilai rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel yang diamati.

Dari tabel 1 tersebut dapat diperoleh gambaran bahwa rata-rata *insider ownership* (INSD) perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia sebesar 5,7996 dengan standar deviasi sebesar 10,3579. Perusahaan di Indonesia rata-rata kepem-



Gambar 1
Model penelitian

Sedangkan persamaannya sebagai berikut:

$$\text{DPR it} = b_0 + b_1 \cdot \text{INSD} + b_2 \cdot \text{DEBT} + e \dots\dots\dots(1)$$

$$\text{RETURN it} = b_0 + b_3 \text{ DPR} + e \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

DPR it = rasio pembayaran dividen dari perusahaan i tahun t.

INSD it = insider ownership perusahaan i pada tahun t.

RETURN it = return perusahaan i pada tahun t.

likan manajemen sebesar 57 % ; Nilai rata-rata rasio hutang (DEBT) sebesar 1,641 dengan standar deviasi sebesar 0,7435 , hal ini menunjukkan bahwa perusahaan di Indonesia menggunakan hutang yang

malitas diketahui bahwa sebaran titik-titik masih berada di sekitar diagonal utama atau dengan kata lain dapat dikatakan bahwa model berdistribusi normal. Hasil uji heteroskedastisitas juga menunjukkan

Tabel 1
Nilai Rata-rata dan Nilai Standar Deviasi Variabel

No	Nama Variabel	Mean	Std. Deviation	N
1	INSD	5,799629630	10,3579361924	27
2	DEBT	1,641251926	1,8589042014	27
3	DPR	0,526327365	0,7435804866	27
4	RETURN	-,063561593	1,8696419372	27

Sumber: Output SPSS

sangat besar bagi memenuhi keperluan pembiayaannya. Rata-rata *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebesar 0,5263 dengan standar deviasi sebesar 0,7435. Beberapa perusahaan tidak membayar dividen pada tahun tertentu selama periode penelitian. Hal ini disebabkan perusahaan tersebut tidak memperoleh keuntungan. Rata-rata Return sebesar -,06356 dengan standar deviasi sebesar 1,8696. Return yang rendah disebabkan harga saham yang kurang fluktuatif

Dari 2 (dua) model Regresi yang diajukan dalam penelitian ini yaitu: Model Regresi Tahap 1 dengan Variabel bebas *Insider Ownership* (X1), Kebijakan Hutang (X2), dan Variabel terikatnya *Kebijakan Deviden* (Y1), dari hasil Uji Nor-

sebaran titik-titik tersebar acak, sehingga model ini dapat dikatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Sedangkan dari hasil uji multikolinearity dengan menggunakan nilai VIF (*Variance Influence Factors*) diketahui bahwa semua nilai jauh di bawah 10, sehingga dapat dikatakan model bebas multikol.

Model Regresi Tahap 2 dengan Variabel Kebijakan Deviden (Y1), dan Variabel terikatnya *Return Saham* (Y2) dari hasil Uji Normalitas diketahui bahwa sebaran titik-titik masih berada di sekitar diagonal utama atau dengan kata lain dapat dikatakan bahwa model berdistribusi normal. Hasil uji heteroskedastisitas juga menunjukkan sebaran titik-titik tersebar acak, sehingga model ini dapat dikatakan

TABEL 2
Hasil dari *Multiple Regresion* Pengaruh *Insider Ownership* (X1), Kebijakan Hutang (X2) terhadap Kebijakan Deviden (Y1)

Variabel	B	Std. Error	Beta	F	Sig.	t	Sig.
1 (Constant)	0,598	0,217		0,268	0,767	2,752	0,011
INSD	-0,011	0,015	-0,148			-0,730	0,472
DEBT	-0,006	0,081	-0,015			-0,075	0,941

Nilai R² = 0,022

Sumber: Output SPSS

Persamaannya sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 0,598 + -0,011 \text{ INSD} + -0,006 \text{ DEBT} + e$$

$$t \quad (2,75 \quad (-0,730) \quad (-0,075))$$

$$\text{Sig} \quad 0,011 \quad 0,472 \quad 0,941$$

$$\text{R Square: } 0,022$$

Dari pengujian Tahap 1, dapat disimpulkan :

- (1) Tidak terdapat pengaruh langsung *Insider Ownership* (X1) terhadap Kebijakan Deviden (Y1)
- (2) Tidak terdapat pengaruh langsung Kebijakan Hutang (X2), dan Variabel terikatnya Kebijakan Deviden (Y1)

tidak terjadi heteroskedastisitas. Sedangkan dari hasil uji multikolinearity dengan menggunakan nilai VIF (*Variance Influence Factors*) diketahui bahwa semua nilai jauh di bawah 10, sehingga dapat dikatakan model bebas multikol.

Pengujian Hipotesis
Pengujian Hipotesis 1,

Model Regresi Tahap 1 dengan Variabel bebas *Insider Ownership* (X1), Kebijakan Hutang (X2), dan Va, Model Regresi Tahap 2 dengan Variabel bebas *Kebijakan Deviden* (Y1), dan Variabel terikatnya Return Saham (Y2), diperoleh F hitung 0,363 dan signifikansi 0,552 .

Dari hasil analisis regresi berganda yang dilakukan secara bertahap (*Multistage Regression*) dapat dijelaskan bahwa *Insider Ownership* (X1), Kebijakan Hutang (X2) yang diperkirakan mempunyai pengaruh terhadap Kebijakan Pembayaran Dividend (Y1) ternyata tidak berpengaruh. Demikian juga Kebijakan Pembayaran Dividend (Y1) tidak berpengaruh terhadap

ada perbedaan-perbedaan pertimbangan. Oleh karena itu penelitian-penelitian mendatang diharapkan mampu menambah dan memilih varibel-variabel baru yang sekiranya mampu menjelaskan variabel-variabel yang bisa mempengaruhi perubahan harga saham (*return*).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dalam laporan penelitian, maka dapat ditarik simpulan sebagai berikut Hasil pengujian dengan Regresi Tahap 1 dan Tahap 2, bahwa *Insider Ownership* (X1), Kebijakan Hutang (X2) tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan pembayaran deviden, demikian juga kebijakan pembayaran deviden tidak mempunyaipengaruh terhadap perubahan harga saham (*return*). Hal ini karena sebenarnya ada banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan dan perubahan harga saham dan faktor tersebut saling berinteraksi (terjadi interdependensi) satu sama lain dan juga antara satu jenis peru-

Tabel 3
Hasil dari *Multiple Regression* Pengaruh Kebijakan Deviden (Y1) terhadap Return (Y2)

Variabel	B	Std. Error	Beta	F	Sig.	t	Sig.
1 (Constant)	0,598	0,217		0,268	0,767	2,752	0,011
INSD	-0,011	0,015	-0,148			-0,730	0,472
DEBT	-0,006	0,081	-0,015			-0,075	0,941

Nilai R² = 0,022

Sumber: Output SPSS

Persamaannya sebagai berikut :

$$DPR = 0,598 + -0,011 INSD + -0,006. DEBT + e$$

t (2,752) (-0,730) (-0,075)

Sig 0,011 0,472 0,941

R Square: 0,022

Dari pengujian Tahap 1, dapat disimpulkan :

- (1) Tidak terdapat pengaruh langsung *Insider Ownership* (X1) terhadap Kebijakan Deviden (Y1)
- (2) Tidak terdapat pengaruh langsung Kebijakan Hutang (X2), dan Variabel terikatnya Kebijakan Deviden (Y1)

perubahan harga saham/ *return* (Y2) . Hal ini karena sebenarnya ada banyak faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan dan perubahan harga saham dan faktor tersebut saling berinteraksi (terjadi interdependensi) satu sama lain dan juga antara satu jenis perusahaan dengan perusahaan lain juga

sahaan dengan perusahaan lain juga ada perbedaan-perbedaan pertimbangan.

Dari simpulan hasil penelitian ini, maka saran yang diberikan bagi investor adalah sebaiknya sebelum menginvestasikan dananya ke Pasar Modal perlu mempertimbangkan kapan emiten mengeluarkan *dividend* dan berapa besar *dividend*

yang dikeluarkan dan juga faktor-faktor lain yang mempengaruhi, yaitu fluktuasi harga saham. Sedangkan saran bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya jumlah sampel

diperbanyak dan memilih variabel-variabel baru yang sekiranya mampu menjelaskan variabel-variabel yang bisa mempengaruhi perubahan harga saham (*return*).

DAFTAR PUSTAKA

- Anugrah Wibawa,(2006) , *Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Kas Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi
- Achmad Friady Dhailami (2006), *Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar DiBursa Efek Jakarta Periode 2000-2003*, Skripsi
- D. Agus Harjito, Nurfauziah. (2006),” Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership Dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi Di Indonesia”. *Jaai Vol.10, No. 2, hal. 121 – 136*
- Jogiyanto, (2003), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Ketiga, *BPFE Yogyakarta*.
- Riyanto, Bambang.(1996), *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi keempat, Cetakan Kedua, *BPFE, Yogyakarta*
- Sri Hermuningsih. (2007),” Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Yang *Go Public* Di Indonesia “.*Ekonomi dan Pendidikan Vol. 4, No. 2.*
- Sri Hermuningsih, Dewi Kusuma Wardani. (2008) “Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa *Right Issue* Dan Pengumuman *Dividend* Yang Ditunjukkan Oleh *Abnormal Return* “.*Penelitian tidak dipublikasikan.*
- Suwaldiman (2006) , “Pengaruh *Insider Ownership* Dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen “, *Sinergi Kajian Bisnis Dan Manajemenka Jian Bisnis Dan Manajemen Vol. 8, No. 1, Hal. 53 – 64*
- Sigit, Soehardi.(2003),” Pengantar Metodologi Penelitian”.*Yogyakarta:BPFE UST.*
- Nurmala,” Pengaruh Kebijakan Deviden Terhadap Harga Saham perusahaan Otomotif di Bursa Efek Jakarta”. *Mandiri, Vol .1*