

Judul

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN , PERTUMBUHAN PERUSAHAAN,
VOLATILITAS PENDAPATAN, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN, STRUKTUR MODAL, DAN KINERJA EMITEN
TERBAIK

Oleh : Sulaeman Rahman
Dosen Jurusan Manajemen FE-Unpad Bandung

Abstrak:

Abstrak

Kondisi keuangan suatu perusahaan menjadi perhatian para investor yang melakukan investasi di pasar modal. Saat ini investor tidak perlu menghitung atau menganalisis sendiri kinerja emiten. Salah satu majalah yang menyajikan laporan kinerja emiten adalah Majalah Investor . Informasi yang disajikan berupa 100 Emiten Terbaik yang terdapat di BEJ per tahun. Ranking yang dimiliki oleh emiten setiap tahun berubah, dan diperlukan analisis untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja agar tetap bertahan di ranking terbaik.

Penelitian dilakukan terhadap 37 emiten yang masuk dalam 100 Emiten Terbaik dalam hal kinerja keuangan versi Majalah Investor. Penelitian ini adalah penelitian survey terhadap 37 emiten yang dipilih berdasarkan teknik purposive sampling. Disertasi ini menganalisis hubungan dan pengaruh struktur kepemilikan , karakteristik keuangan terhadap kinerja, kebijakan dividen dan struktur modal. Penelitian menganalisis hubungan struktur modal dan kebijakan dividen dengan menggunakan two-stages least squares (TSLS).

Terdapat 6 variabel eksogenus yaitu kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan, kepemilikan institusional , pertumbuhan perusahaan, volatiltas pendapatan dan ukuran perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan : pertama, semua variable eksogenus berpengaruh signifikan terhadap variabel endogenus, kecuali pertumbuhan. Kedua, kinerja perusahaan secara simultan dan parsial dipengaruhi oleh struktur modal, kebijakan dividen, dan volatilitas pendapatan .

Pengumuman 100 Emiten Terbaik yang diumumkan oleh Majalah Investor dalam penelitian dilakukan pada tahun 2004 dan 2005 memberikan indikasi bahwa abnormal return yang diperoleh pada tanggal sepuluh hari sebelum dan sesudah diterbitkannya informasi Emiten Terbaik tidak terjadi perbedaan yang signifikan Pasar tidak memberikan reaksi signifikan terhadap pengumuman 100 Emiten Terbaik.

Kata kunci : Struktur modal, Kebijakan dividen, Emiten Terbaik.

Abstract

Financial condition of firms is one of the main concerns of investor in a capital market. At present, Investor does not need to calculate and analyze listed company performance himself. One of magazines which informs listed company performance is Majalah Investor. One of the information is the 100 best listed companies annual of JSX. Rank of the best listed company changed annually, and it is needed to be analyzed for investigating which factors influence listed companies to become the best listed companies rank.

The research employs 37 listed companies from the 100 best listed companies Majalah Investor's version. This research used survey on 37 listed companies which based on purposive sampling technique. This dissertation attempts to investigate interdependence mechanism among ownership structure, size, growth and earnings volatility to capital structure, dividend policy, and performance. The research considers interrelationship between capital structure, and dividend policy, it will be tested using two-stages least squares (TSLS).

Six exogenous variables are employed in a simultaneous equation: managerial ownership, institutional ownership, dispersion ownership, size, and growth. The research findings can be summarized as follows. First, all exogenous variables have significant effect on endogenous variables, except growth. Second, Performance of the firm partially and simultaneously are influenced by capital structure, dividend policy, and earnings volatility.

The 100 best listed companies reported by Majalah Investor for 2004 – 2005, indicate that abnormal return for 10 days before and after announcement of report is not a significant influence. Market does not give any significant reaction to the announcement.

Key words : Capital structure, Dividend policy, Performance of listed companies,
The best listed companies, TSLS

I. Introduksi

Peran prinsipal dan agen atau pemegang saham dengan manajer menjadi hal yang harus dipadukan untuk pencapaian tujuan perusahaan. Tujuan perusahaan adalah peningkatan kinerja perusahaan, yang diharapkan dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan lebih luas lagi adalah meningkatkan kepuasan dari kepentingan stakeholder. Keunikan dalam pelaksanaan pengawasan dan struktur kepemilikan perusahaan akan memiliki pengaruh terhadap berbagai kebijakan perusahaan. Tingkat

kepemilikan insider yang cukup tinggi akan memudahkan masalah pengawasan dan juga mensejajarkan antara kepentingan para manajer dan *shareholder* (Jensen and Meckling, 1976). Kepemilikan *insider* yang tinggi akan dapat mengurangi konflik keagenan ekuitas, dan memperburuk konflik keagenan utang. Meskipun demikian tidaklah jelas bagaimana struktur kepemilikan dan manajemen perusahaan berkaitan dengan ” *corporate leverage* ” dalam suatu perspektif teori keagenan.

Pada dasarnya karakteristik dari perusahaan publik adalah menyebarnya kepemilikan , yang akan membuat efektif dalam pemisahan kepemilikan residual income dari keputusan pengendalian perusahaan (Eduardus Tandelilin dan Turyasingura Wilberforce, 2002). Bila dikaitkan dengan masalah hubungan keagenan maka Jensen and Meckling (1976:308) menyatakan bahwa sebuah kontrak antar seseorang atau lebih (pemilik) dengan pihak lain (manajer) untuk melakukan kegiatan yang sesuai dengan tanggung jawabnya melalui pemberian wewenang untuk memutuskan suatu masalah kepada manajer akan menghasilkan hubungan keagenan. Jika kedua pihak memiliki kepentingan yang maksimum untuk tujuan perusahaan yang berbeda , maka konflik kepentingan akan tampak.

Kepemilikan saham manajerial mempunyai pengaruh terhadap tingkat *leverage*, hal ini menjelaskan tentang meningkatnya kepemilikan manajerial yang akan diikuti dengan menurunnya *leverage* (utang). Kepemilikan saham manajerial yang besar memungkinkan para manajer dapat mengambil posisi utama dalam perusahaan untuk mengontrol keputusan *leverage*. Selain memiliki pengaruh pada *leverage*, kepemilikan manajerial juga memiliki pengaruh terhadap dividen perusahaan, dibuktikan dengan meningkatnya kepemilikan saham manajerial maka akan diikuti oleh menurunnya

pembayaran dividen. Besarnya pembayaran dividen yang rendah, perusahaan akan dapat menetapkan tingkat dividen yang membuat manajemen mendanai investasi yang diharapkan. Kepemilikan saham manajerial yang besar memungkinkan para manajer untuk mengontrol kebijakan dividen.

Kepemilikan saham institusional memiliki pengaruh positif pada tingkat *leverage*, artinya pada kepemilikan institusional yang tinggi maka *leverage* juga akan meningkat. Arah hubungan positif ini tidak sesuai dengan teori dan hasil temuan dari penelitian Bathala et al (1994). Penelitian yang dilakukan di pasar modal Thailand oleh Jira Yammeesri dan Sudhir C. Lodh (2002, 26) mengenai kepemilikan, menyatakan ada hubungan antara kepemilikan dengan kinerja suatu perusahaan. Pengendali kepemilikan memiliki pengaruh positif yang kuat dengan market return dan *profitability*. Pengendali kepemilikan keluarga mempunyai hubungan positif dengan kinerja perusahaan, yang berarti semakin tinggi adanya pengendalian yang dilakukan oleh kepemilikan keluarga akan berakibat pada meningkatnya kinerja perusahaan.

Investor institusional berfungsi sebagai pemantau cenderung pantauannya belum berjalan sebagai mana mestinya. Kajian teori menyatakan bahwa kehadiran pihak investor institusional dapat memonitor perilaku manajer perusahaan secara efektif. Adanya pengawasan yang efektif dari investor institusional dapat mengakibatkan penggunaan utang menurun karena pihak manajemen perusahaan akan berhati-hati dan disiplin dalam pengelolaan utangnya.

Selain berkaitan dengan masalah sumber pendanaan, juga kaitan dengan kebijakan dividen seperti yang disampaikan oleh Leland dan Pyle (1977; 372) yang menyatakan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan adanya pembayaran

dividen. Pada pembayaran dividen akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan. Hal ini disebabkan bagi perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan memiliki kecenderungan membayar dividen yang rendah, karena tertarik untuk membiayai investasi dengan dana internalnya. Bagi perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang rendah akan terjadi sebaliknya. Hal tersebut diatas sesuai dengan pendapat yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984; 625) menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan akan berkaitan dengan *free cash flow* perusahaan.

Fakta yang dapat diungkap bahwa pada tahun 1998 terdapat 198 emiten yang tidak membagikan dividen kepada pemegang saham, walaupun memperoleh profit. Sementara pada tahun 1999 dan 2000 terdapat juga emiten yang tidak membayar dividen sebanyak 157 dan 171 . (*Indonesian Capital Market Directory* , 2001, diolah kembali). Jurnal Pasar Modal Indonesia , Februari 1997, menyatakan bahwa : Para eksekutif Indonesia percaya bahwa tingkat pembayaran dividen berpengaruh pada harga saham, juga para pemegang saham lebih menyukai dividen dari pada capital gain.

Masalah pembayaran dividen dengan dikaitkan pada masalah keagenan diungkap oleh Jensen dan Meckling (1976; 308) , bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan menghadapi masalah keagenan (*agency problem*). Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham antara lain adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas dan keputusan pencarian dana, dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan oleh manajemen. Kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan diharapkan oleh pemilik sebagai alat untuk meminimalkan *agency cost*, karena

pembayaran dividen dapat memberikan informasi atau sinyal positif terhadap prospek bisnis.

Secara umum masih banyak emiten di Bursa Efek Jakarta yang tidak membagikan dividen kepada pemegang saham, walaupun emiten tersebut memperoleh keuntungan, misalnya pada tahun 1996 ada 7 % emiten tidak membayar dividen dari 232 emiten. Tahun 1997 lebih banyak lagi perusahaan yang tidak membayar dividen yaitu 66% dari 132 emiten yang memperoleh laba, dan tahun-tahun selanjutnya masih di atas 50 % emiten yang tidak membayar dividen, seperti terjadi pada tahun 2001 ada 54,4 % emiten yang tidak membayar dividen dari 213 emiten yang memiliki keuntungan. Bagi emiten yang melakukan pembayaran dividen sebenarnya berdasar teori keagenan dapat dianggap sebagai alat untuk meminimasi biaya keagenan, karena dividen dapat memberikan informasi yang positif terhadap prospek perusahaan dimasa mendatang.

Teori struktur modal saat ini berkembang dengan berbagai pendekatan, dan salah satu teori dengan asumsi pasar sempurna yaitu teori irrelevan struktur modal diungkap oleh Modigliani dan Miller (MM, 1958). Teori ini berargumen bahwa nilai perusahaan tidak bergantung kepada proporsi utang dan ekuitas yang dipergunakan pada struktur modal. Teori ini bila dimasukkan unsur pajak, maka sebenarnya penggunaan utang perusahaan akan memperoleh keuntungan yang berupa *corporate tax deductibility of interest payment*. Tetapi ada kerugian yang mungkin akan diperoleh dengan digunakannya utang yaitu biaya kebangkrutan.

Fenomena struktur modal pada perusahaan publik non keuangan di BEJ 1993 – 2003, menunjukkan komposisi struktur modal yang lebih banyak didominasi oleh utang, sebagaimana diperlihatkan oleh tingkat *leverage* di atas 60 % (BEJ Report 1993-2003).

Fenomena ini mengindikasikan bahwa sumber pendanaan perusahaan publik non keuangan dalam jangka panjang sangat tergantung pada utang (*leverage* yang tinggi). Kondisi yang demikian bila dikaitkan dengan kondisi ekonomi yang memiliki persaingan tajam, maka perusahaan publik yang memiliki tingkat *leverage* diatas 60 % , harus berusaha meningkatkan tingkat keuntungan yang lebih besar dibanding dengan beban tingkat bunga yang harus dibayar.

Kinerja keuangan dikaitkan dengan struktur modal dapat dilihat melalui penelitian yang dilakukan oleh majalah Swa dan Maksi UI (2003) menggunakan pendekatan *EVA* (*Economic Value Added*) pada tahun 2000, 2001 , dan 2002. Kesimpulan mengenai return dan biaya modal, bahwa tahun 2002 jumlah perusahaan yang mampu menciptakan return yang lebih tinggi dari biaya modal semakin kecil. Hal ini menunjukkan banyak emiten atau perusahaan yang *go – public* semakin sedikit yang memberikan kontribusi tercapainya tujuan perusahaan, yaitu memaksimumkan kekayaan pemegang saham.

Berdasarkan data pada 2005 , dari 331 emiten yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ), hanya 127 emiten yang sahamnya aktif diperdagangkan, sedangkan sisanya tak lebih hanya saham tidur. Maka pada edisi 122 bulan April 2005 majalah Investor menurunkan laporan mengenai 100 emiten terbaik didasarkan pada kriteria yang telah ditentukan. Kriteria yang dilaporkan adalah return 1 tahun, pertumbuhan penjualan 3 tahun, *net operating margin*, *return on equity*, *asset turn over*, *volatility*, *liquidity*, dan pertumbuhan laba operasi 3 tahun.

Evaluasi terhadap 100 emiten terbaik tahun 2005 di BEJ dengan kriteria tersebut diatas menghasilkan tiga emiten terbaik yaitu PT. Astra Internasional Tbk, PT. Astra Agro Lestari, dan PT. United Tractor. Sebagai emiten terbaik ternyata pada tahun 1998

PT. Astra Internasional sebenarnya mengalami kesulitan terutama dalam masalah utang. Kondisi struktur modal PT. Astra Internasional beberapa tahun kemudian berangsur membaik dengan diadakannya restrukturisasi utang.

Jumlah pemegang saham PT. Astra Internasional per maret 2005 merupakan tertinggi (2.089) di sektornya Merupakan hal yang perlu diteliti berkaitan dengan prestasi yang dicapai dengan faktor-faktor keagenan yang bisa menjadi penyebab bahwa perusahaan berprestasi baik. Misalnya kepemilikan manajerial, institusional, dan penyebarannya belum diteliti, dikaitkan dengan pengaruhnya terhadap struktur modal dan kebijakan dividen perusahaan.

Selama 4 tahun pengamatan ternyata dapat diungkap bahwa ranking emiten terbaik versi majalah investor tahun 2002-2005 , tidak ada satu pun emiten yang bisa bertahan pada ranking tertentu dari tahun ke tahun. Misalnya PT. Telkom Tbk, sebagai perusahaan yang menempati urutan pertama emiten terbaik tahun 2002, tidak masuk menjadi emiten pada tahun 2005 , karena tidak tepat waktu dalam melaporkan laporan keuangan. Contoh lainnya adalah PT. Astra Internasional Tbk. pada tahun 2005 menempati urutan pertama, sedangkan tahun-tahun sebelumnya ada pada urutan 7 tahun 2004 dan 2003, dan urutan 12 pada tahun 2002 .

Penelitian terhadap emiten terbaik mempunyai alasan, walaupun yang termasuk kelompok emiten adalah emiten yang tidak memiliki masalah. Berdasar pada kenyataan bahwa untuk menjadi emiten terbaik melalui kriteria yang sangat selektif, dan selalu berganti untuk emiten tertentu, namun tidak untuk emiten yang lain. Maka melalui penelitian ini diharapkan dapat memperoleh jawaban faktor apa saja yang mempengaruhi agar suatu emiten menjadi yang terbaik dan mempertahankan agar tetap emiten terbaik.

Hasil penelitian sebelumnya banyak meneliti emiten secara umum tentang karakteristik keuangan emiten dikaitkan dengan kinerja. Kesimpulan yang diperoleh akan sangat tergantung dengan tempat penelitian, waktu dan juga karakteristik sampel yang diteliti. Penelitian terhadap emiten terbaik yang diumumkan oleh Majalah Investor menjadi unit analisis yang diharapkan memberikan informasi yang berguna bagi para investor.

Setelah diumumkan oleh Majalah Investor bahwa suatu perusahaan masuk kedalam 100 emiten terbaik. Ada dugaan bahwa investor diberikan informasi yang baik untuk melakukan kajian dalam keputusan pembelian dan penjualan saham perusahaan kelompok emiten terbaik. Hal ini merupakan sinyal positif bahwa kinerja secara fundamental bisa teramati, dengan kualitas pengamatan yang dilakukan oleh tim juri terseleksi. Perlu diketahui bahwa 100 emiten terbaik bukan merupakan berarti 100 perusahaan ideal atau emiten ideal, tetapi peringkat yang tercatat bisa merupakan ukuran bagusnya kinerja keuangan emiten yang terpilih, dan belum diketahui faktor-faktor apa yang bisa dirumuskan agar suatu emiten tetap bertahan pada posisi tertentu atau naik peringkat ke yang lebih tinggi.

Saham PT. Astra Internasional diketahui memiliki return selama satu tahun pada tahun 2005 sebesar 96,63 % , saham PT. Bank BRI pada tahun yang sama sebesar 84,18 %, sedangkan saham PT. Astra Agro Lestari memiliki return lebih besar lagi yaitu 102,92%, ketiga emiten merupakan tiga emiten terbaik yang diumumkan oleh majalah Investor pada tanggal 26 April 2005. Maka para investor bisa memiliki informasi bahwa ada tiga emiten yang terbaik salah satunya dalam hal perolehan return pada keputusan investasi, berarti diharapkan ada kenaikan harga setelah ada pengumuman tersebut.

Sebagai contoh pada saham PT Astra Internasional ternyata memang ada perubahan harga selama sepuluh hari transaksi saham PT. Astra Internasional mengalami kenaikan dari Rp 10.650 menjadi 11.100.

Penomena di Indonesia yang terjadi pada Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan pemaparan teori yang diungkap memberi indikasi bahwa kinerja perusahaan akan ditentukan oleh banyak faktor untuk bisa ditentukan sebagai yang terbaik. Faktor – faktor keagenan, pertumbuhan perusahaan, volatilitas pendapatan, dan ukuran perusahaan, akan banyak mempengaruhi dividen dan struktur modal emiten, yang akhirnya berpengaruh terhadap kinerja emiten. Berdasar pada IHSG yang stabil pada diatas angka 1000 pada tahun 2006 ini, diharapkan industri pasar modal indonesia punya ruang untuk tumbuh dan berkembang, terbukti dengan banya perusahaan yang go public masih mampu membukukan profit. Pengaruh adanya pengumuman emiten terbaik oleh majalah investor berpengaruh terhadap reaksi pasar.

II. Studi Literatur

Penelitian yang pernah dilakukan berkaitan dengan hubungan antara teori keagenan dengan kebijakan dividen pernah dilakukan oleh beberpa peneliti sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh Dempsey dan Laber (1992) yang mdakukan pengujian terhadap dampak biaya keagenan dan biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Temuan yang mereka peroleh bahwa berbagai faktor yang berpengaruh terhadap pembayaran dividen adalah kepemilikan manajerial, pertumbuhan, beta , dan *number of common stockholder*. Dari model yang digunakan bermanfaat untuk meramalkan

pembayaran dividen pada tingkat masing-masing perusahaan. Kontribusi dari penelitian ini dapat memperjelas konsistensi dari berbagai faktor yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen.

Penelitian yang lain dilakukan oleh Jensen et al (1992) menggunakan simultan hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen perusahaan. Periode penelitian antara tahun 1982 dan tahun 1987, dengan menggunakan sampel sebanyak 565 perusahaan. Hasil dari studi mereka mendukung dalil bahwa keputusan-keputusan finansial dan kepemilikan manajerial adalah independen satu sama lain. Secara spesifik kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap tingkat utang dan dividen sebuah perusahaan.

Studi yang dilakukan Bathala et al (1994) memberikan informasi mengenai peranan utang dan kepemilikan manajerial dalam pengontrolan konflik keagenan sebuah perusahaan. Studi ini juga membahas mengenai signifikansi dari para investor institusional dalam memantau manajemen perusahaan, karena perusahaan modern akan selalu mengalami konflik keagenan yang timbul akibat pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dengan fungsi penanggung risiko dalam perusahaan tersebut. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional terbukti berhubungan secara negatif dengan tingkat pendanaan utang dan tingkat kepemilikan ekuitas manajerial dalam perusahaan. Penelitian ini mendukung pemikiran bahwa para investor institusional akan berfungsi sebagai pemantau efektif dan cukup membantu dalam menurunkan biaya-biaya keagenan. Disamping itu, meningkatnya kepemilikan oleh institusional investor akan mengurangi masalah keagenan, sehingga akan meminimumkan biaya agensi.

Penelitian yang dilakukan oleh Holder et al (1998) menunjukkan bahwa fokus perusahaan, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen. Kontribusi dari penelitian ini yaitu kemungkinan para manajer akan mempertimbangkan klaim dari *stakeholder*, selain klaim dari *debtholders* dan ekuitas pada saat memilih target rasio pembayaran dividen.

Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al (1998) mengadakan studi mengenai dampak struktur kepemilikan pada kebijakan utang. Beberapa faktor yang digunakan sebagai variabel penelitian yaitu struktur kepemilikan, dan beberapa faktor lainnya sebagai variabel kontrol yaitu pembayaran dividen, kesempatan pertumbuhan, ukuran perusahaan, struktur asset, risiko asset, profitabilitas, tingkat pajak, *non debt tax shield*, dan *uniqueness*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Implikasi dari penelitian ini menunjukkan bahwa investor institusional secara efektif dapat melakukan monitoring terhadap manajemen perusahaan sehingga memiliki kecenderungan untuk menurunkan tingkat utang, dan meningkatnya kepemilikan manajerial (*insider*) dapat mengurangi masalah keagenan.

Penelitian lainnya yang dilakukan di Indonesia dilakukan oleh Wahidahwati (2001) dan Dhani I. Nur (2003), penelitian dilakukan dengan membahas masalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dan kebijakan utang. Hasil penemuan dari studi menunjukkan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh terhadap utang dan pembayaran dividen.

Teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen sudah banyak dikenal dalam kajian manajemen keuangan. Seperti yang dikemukakan oleh Lintner (1956) bahwa dividen berisi informasi, sedangkan Miller dan Modigliani (1958) bahwa dalam pasar modal dengan karakteristik pasar yang sempurna dan distribusi probabilitas arus kas perusahaan tetap maka kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Kebijakan dividen perusahaan merupakan masalah yang paling menarik pada topik keuangan saat ini, dan masalah kebijakan dividen banyak dievaluasi dibawah asumsi bahwa perusahaan merupakan sebagai unit yang homogen yang memiliki tujuan maksimasi *market value* (Brennan, 1970; Miller and Modigliani, 1961; and Miller and Scholes, 1978). Kebijakan dividen merupakan salah satu yang penting dalam pengambilan keputusan yang diikukan perusahaan, dan banyak studi yang telah dilakukan dan terpublikasi tetapi masih merupakan masalah yang belum terpecahkan.

Selain kebijakan dividen, masalah biaya keagenan juga merupakan hal yang sangat menarik untuk dikaji bila dikaitkan dengan kebijakan dividen, karena asumsi bahwa perusahaan merupakan unit yang homogen merupakan hal yang berlawanan dengan adanya konflik antara manajer dan pemegang saham. Pembayaran dividen dapat mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham dengan cara mengurangi dana yang tersedia pada manajer (Jensen and Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Crutchley and Hansen, 1989; Jensen et al, 1992; Alli et al, 1993; Saxena, 1999). Sebagai tambahan, Jensen (1986) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki free cash flows dan kemudian dibayarkan dividen atau untuk melunasi hutang maka hal tersebut dapat mengurangi biaya keagenan dari *free cash flow*.

Selanjutnya konflik antar manajer dan pemegang saham, tentunya selain konflik dengan manajer, konflik terdapat pula konflik dengan kreditur. Kreditur akan melakukan usaha untuk mengurangi risiko kreditnya dengan ketentuan-ketentuan atau perjanjian kredit yang ketat. Pemegang saham dapat mengambil alih kekayaan dari pemberi kredit dengan pembayaran dividen kepada mereka sendiri, sehingga pembatasan terhadap pembayaran dividen merupakan cara pula untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan pemberi kredit .

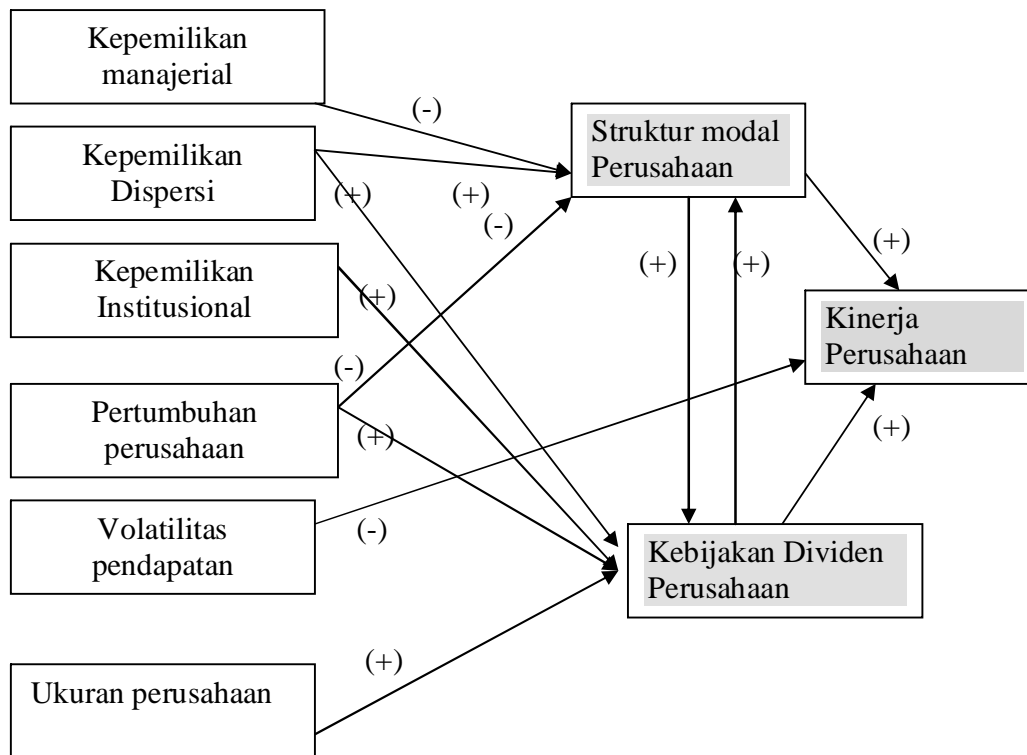
Kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan penting dalam manajemen keuangan, dan keakuratan terhadap keputusan dalam kebijakan dividen diharapkan dapat meningkatkan performance perusahaan. Demikian juga pada emiten , kebijakan dividen yang diambil diharapkan akan memiliki signal yang positif bagi *performance* melalui perubahan harga saham. Perubahan harga saham akan menjadi input untuk menghitung return. Melalui perhitungan return akan nampak kinerja suatu saham. Sehingga terdapat hubungan yang positif antara perubahan dividen dengan *stock return* pada hari dimana pembayaran dividen dipublikasikan.

Dukungan teori yang digunakan untuk menjelaskan penelitian empirical yang sudah dilakukan yaitu teori keagenan dan teori signaling. Teori keagenan mengkaitkan pada perilaku rasional bagi setiap kepentingan ekonomi berbagai pihak untuk memahami insentif dan melindungi diri dari kemungkinan dieksploitasi oleh pihak lainnya. Maka bisa terjadi konflik bila masalah keagenan dapat menyebabkan salah satu pihak dirugikan.

Masalah informasi menjadi hal penting dalam pengelolaan keuangan perusahaan. Penyampaian informasi kepada investor melalui laporan keuangan yang disampaikan

kepada pihak bursa, akan dianalisis dan menjadi sinyal bagi pengambilan keputusan investor. Teori yang berkaitan dengan hal tersebut adalah teori signaling dikembangkan dalam kaitan ilmu ekonomi dan keuangan untuk secara jelas menggambarkan fakta bahwa *corporate insiders* umumnya lebih memiliki informasi lebih baik mengenai kondisi saat ini dan masa depan perusahaan. Kehadiran informasi yang tidak simetris membuat investor kesulitan menentukan perusahaan berkualitas dan kurang berkualitas.

Penelitian telah dilakukan ditempat yang berbeda, misalnya di luar BEJ juga terdapat di BEJ itu sendiri. Hasil penelitian banyak menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara kinerja, struktur modal, dan kebijakan dividen perusahaan dengan faktor-faktor keagenan, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan volatilitas pendapatan.



Gambar 1
Paradigma Konseptual Penelitian

Penjelasan Gambar 1

Paradigma konseptual memberikan gambaran hubungan antar variabel kepemilikan dan karakteristik keuangan emiten. Pada model pertama didahului dengan hubungan antara variabel independent dengan struktur modal perusahaan, dan model kedua menganalisis hubungan antara variabel independent dengan kebijakan dividen perusahaan. Model terakhir yaitu menganalisis hubungan variabel struktur modal , variabel kebijakan dividen , serta volatilitas pendapatan perusahaan dengan kinerja. Dibawah ini disajikan model yang diperoleh dari paradigma konseptual.

$$\text{DER} = \beta_{1.0} + \beta_{1.1} \text{ DPR} + \beta_{1.2} \text{ MO} + \beta_{1.3} \text{ DO} + \beta_{1.4} \text{ Growth} + \varepsilon_1$$

$$\beta_{1.1} > 0 \quad \beta_{1.2} < 0 \quad \beta_{1.3} > 0 \quad \beta_{1.4} < 0$$

$$\text{DPR} = \beta_{2.0} + \beta_{2.1} \text{ DER} + \beta_{2.2} \text{ DO} + \beta_{2.3} \text{ IO} + \beta_{2.4} \text{ GROWTH} + \beta_{2.5} \text{ Size} + \varepsilon_2$$

$$\beta_{2.1} > 0 \quad \beta_{2.2} > 0 \quad \beta_{2.3} > 0 \quad \beta_{2.4} > 0 \quad \beta_{2.5} < 0$$

$$\text{RAR} = \beta_{3.0} + \beta_{3.1} \text{ DPR} + \beta_{3.2} \text{ DER} + \beta_{3.3} \text{ VE} + \varepsilon_3$$

$$\beta_{3.1} > 0 \quad \beta_{3.2} > 0 \quad \beta_{3.3} < 0$$

III. Metode

Objek penelitian ini secara umum mencakup analisis yang didasarkan pada aspek variabel kepemilikan manajerial, dispersi kepemilikan dan beberapa variabel lainnya yaitu karakteristik spesifik bagi perusahaan sebagai *variabel control* (pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, dan volatilitas pendapatan) yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen dan struktur modal perusahaan dengan menggunakan teori keagenan. Jenis data yang diperlukan bersumber dari laporan keuangan emiten di Bursa Efek Jakarta .

Penelitian ini bermaksud untuk menguji pengaruh struktur antar variabel yang dihipotesiskan . Hipotesis merupakan hubungan antar dua variabel atau lebih untuk mengetahui apakah sesuatu variabel berasosiasi ataukah tidak dengan variabel lainnya, atau apakah sesuatu variabel disebabkan atau dipengaruhi ataukah tidak oleh variabel lainnya.

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan ilmu ekonomi terutama ilmu manajemen dengan fokus pada bidang kajian manajemen keuangan , khususnya mengenai masalah biaya keagenan dalam kaitannya dengan kebijakan

dividen yang diambil oleh emiten pasar modal yang termasuk dalam 100 emiten terbaik versi majalah investor.

Jenis penelitian ini dalam pelaksanaannya adalah deskripsi-verifikatif dengan metode yang digunakan adalah metode penelitian *explanatory survey*, yaitu penelitian yang bertujuan untuk menafsirkan hubungan antara variabel dengan cara menginterpretasikan terlebih dahulu kesimpulan yang akan diperoleh melalui pengajuan hipotesis.

Kriteria tersebut setiap tahunnya selalu berubah disesuaikan dengan kondisi yang berkembang pada saat itu. Penentuan data dilakukan dengan melihat kesinambungan data yang diperoleh melalui ranking emiten 100 terbaik dari mulai tahun 2003 sampai dengan 2005, maka berdasarkan hal tersebut diperoleh 37 emiten yang selalu mendapatkan ranking dalam kelompok 100 emiten terbaik versi majalah Investor. Metode penarikan sampel berdasar pada metode purposive sampling, dimana jumlah emiten yang tercatat pada BEJ tahun 2003 – 2005 dijadikan populasi dan terpilih dengan menggunakan kriteria menjadi 37 emiten.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data yang merupakan indikator variabel penelitian sebagai mana telah ada dalam operasionalisasi variabel. Pengumpulan data dimulai dari laporan keuangan dan data lainnya yang tersedia pada ICMD (Indonesia Capital Market Directory) tahun 2002 – 2005. Unit analisis adalah emiten terbaik yang selama empat tahun berturut-turut ada dalam kelompok emiten terbaik versi majalah Investor.

Data primer dikumpulkan melalui kuesioner yang telah disiapkan terlebih dahulu sesuai dengan variabel-variabel penelitian. Hasil data primer akan dilengkapi dengan

data sekunder sehingga kejelasan analisis mempengaruhi kesimpulan yang akan dihasilkan. Terutama pada saat menganalisis rancangan pemecahan masalah akan mendapatkan rumusan yang tepat karena kualitas data yang baik. Harapannya saran atau solusi menjadi tepat pula.

Rancangan analisis dimulai dengan mendeskripsikan, mengidentifikasi hubungan dan mengukur besarnya pengaruh dari faktor variabel exogenous terhadap variabel endogenous dapat dilakukan dengan menggunakan analisis two stage least squares, yang disusun kedalam model sebagai berikut :

$$DER = \beta_{1.0} + \beta_{1.1} DPR + \beta_{1.2} MO + \beta_{1.3} DO + \beta_{1.4} Growth + \varepsilon_1 \quad (3.1)$$

$$\beta_{1.1} > 0 \quad \beta_{1.2} < 0 \quad \beta_{1.3} > 0 \quad \beta_{1.4} < 0$$

A.

Ho : $\beta \leq 0$ Kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

H1 : $\beta > 0$ Kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

B.

Ho : $\beta \geq 0$ Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

H1 : $\beta < 0$ Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

C.

Ho : $\beta \leq 0$ Kepemilikan dispersi tidak memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

H1 : $\beta > 0$ Kepemilikan dispersi memiliki pengaruh positif terhadap struktur modal perusahaan.

D.

Ho : $\beta \geq 0$ Pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

H1 : $\beta < 0$ Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan.

$$DPR = \beta_{2.0} + \beta_{2.1} DER + \beta_{2.2} DO + \beta_{2.3} IO + \beta_{2.4} GROWTH + \beta_{2.5} Size + \varepsilon_2 \quad (3.2)$$

$$\beta_{2.1} > 0 \quad \beta_{2.2} > 0 \quad \beta_{2.3} > 0 \quad \beta_{2.4} > 0 \quad \beta_{2.5} < 0$$

A.

Ho : $\beta \leq 0$ Struktur modal tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

B.

$H0 : \beta \leq 0$ Kepemilikan dispersi tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Kepemilikan dispersi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

C.

$H0 : \beta \leq 0$ Kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

D.

$H0 : \beta \leq 0$ Pertumbuhan perusahaan tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

E.

$H0 : \beta \leq 0$ Ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

$$RAR = \beta_{3.0} + \beta_{3.1} DPR + \beta_{3.2} DER + \beta_{3.3} VE + \varepsilon_3 \quad (3.3)$$

$\beta_{3.1} > 0 \quad \beta_{3.2} > 0 \quad \beta_{3.3} < 0$

A.

$H0 : \beta = 0$ Kebijakan dividen, struktur modal, dan volatilitas pendapatan perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

$H1 : \beta \neq 0$ Kebijakan dividen, struktur modal, dan volatilitas pendapatan memiliki pengaruh terhadap kinerja perusahaan.

B.

$H0 : \beta \leq 0$ Kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

C.

$H0 : \beta \leq 0$ Struktur modal tidak memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

$H1 : \beta > 0$ Struktur modal memiliki pengaruh positif terhadap kinerja perusahaan.

D.

$H0 : \beta \geq 0$ Volatilitas pendapatan tidak memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

$H1 : \beta < 0$ Volatilitas pendapatan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan.

Hipotesis penelitian diuji dengan menggunakan model persamaan simultan, teknik estimasi yang digunakan adalah two stages least squares (TSLS). Model TSLS merupakan metode dimana sejumlah persamaan membentuk suatu sistem persamaan yang menggambarkan ketergantungan diantara berbagai variabel dalam persamaan tersebut.

IV. Hasil dan Pembahasan

a. Hasil Penelitian Hipotesis I

Pengukuran variabel pada sub struktur 1 menitik beratkan pada variabel DER atau struktur modal dan DPR atau kebijakan dividen untuk dianalisis terhadap variabel eksogen yang mempengaruhinya seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dispersi kepemilikan, dan pertumbuhan perusahaan.

Tabel Model I

Variabel	Koefisien	Prob.
C	2.312584	0.0000
DPR	0.365362	0.0787
MO	5.452916	0.0000
DO	-1.981460	0.0000
Growth	-0.032152	0.6357
R-squared		
0.989290		

Sumber : Data ICMD 2003-2005

Model yang diperoleh dari hasil penelitian adalah sebagai berikut :

$$DER = 2,3126 + 0,3654 DPR + 5,4529 MO - 1,9815 DO - 0,0523 Growth$$

0.0000 0.0787 0.0000 0.0000 0.6357

Rasio pembayaran dividen, kepemilikan manajerial, dan penyebaran kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel struktur modal, sedangkan variabel Growth tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Sedangkan nilai R-squared yang menunjukkan besarnya pengaruh = 0.989, berarti variabel dividen pay out ratio, kepemilikan manajerial,

penyebaran kepemilikan , dan pertumbuhan memberikan pengaruh yang besar terhadap *debt equity ratio*.

Besarnya rasio pembayaran dividen akan menyebabkan naiknya rasio antara utang dan equity , hal ini berarti adanya tambahan yang sedikit pada modal sendiri dan menyebabkan rasio utang dan equity yang semakin menaik dengan adanya tambahan modal pinjaman pada perusahaan. Secara rinci untuk masing – masing variabel dijelaskan sebagai berikut :

a.1. Struktur Modal dan Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil perhitungan uji t, maka diperoleh data sebagai berikut , nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0787 lebih besar dari 0.05, maka H_0 tidak ditolak artinya tidak ada pengaruh positif secara signifikan , kebijakan dividen terhadap struktur modal perusahaan. Bila $\alpha=10\%$, maka kebijakan dividen memiliki pengaruh yang positif dan signifikan, karena probabilitas diperoleh nilai 0,0787 lebih kecil dari 0,10. Hubungan positif berarti peningkatan dividen akan berakibat pada meningkatnya utang yang berakibat naiknya *debt to equity ratio* perusahaan.

Keputusan penting perusahaan dalam manajemen keuangan perusahaan yaitu memutuskan untuk membagi laba. Laba yang diperoleh perusahaan dapat dibagikan dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai bagian yang dapat diinvestasikan demi pertumbuhan perusahaan. Maka Brigham dan Weston (1981) mendefinisikan keputusan memilih antara menahan dan membagikan laba dengan kebijakan dividen. Kebijakan dividen yaitu keputusan apakah akan membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali kedalam perusahaan.

Sehingga yang menjadi permasalahan adalah bagaimana menentukan besarnya laba yang dibagikan dan besarnya yang ditahan. Permasalahan menjadi kompleks ketika perusahaan dapat pula menarik dana dari eksternal untuk dividen dan investasi melalui penarikan utang dan saham baru. Meningkatnya dividen yang dibagikan berarti semakin berkurang bagian yang digunakan untuk investasi perusahaan, dan akibatnya perusahaan lebih memilih pendanaan investasinya melalui utang, berarti kebijakan dividen akan berpengaruh positif terhadap rasio utang perusahaan.

a.2. Struktur Modal dan Kepemilikan Manajerial

Data berikut dengan melakukan uji t, maka nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh positif secara signifikan, kepemilikan manajerial terhadap struktur modal perusahaan. Berarti semakin tingginya kepemilikan manajerial akan berakibat pada peningkatan utang, mengecilnya laba.

Kepemilikan manajerial berarti ada beberapa manajemen yang memiliki saham di perusahaan dimana yang mereka sedang kelola. Pengaruh terhadap pengelolaan antara ada atau tidaknya manajemen ikut memiliki saham tentu ada perbedaan pengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Ada dugaan bahwa kepemilikan manajerial akan mempengaruhi manajemen dalam mengambil keputusan untuk menambah atau mengurangi utang, sehingga berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap tingkat leverage, perusahaan akan menyeimbangkan antara kepemilikan manajerial dan utang untuk mengontrol biaya-biaya

agensi dari perusahaan (Jensen et al, 1992; Bathala et al,1994; Leland dan Pyle, 1977; Crutchley et al, 1999).

Hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan struktur modal menunjukkan bahwa bila semakin kuat kepemilikan manajerial yaitu dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan berakibat pada menurunnya jumlah utang yang akan dilakukan perusahaan. Pada hasil penelitian menunjukkan hubungan positif dan menunjukkan kebermaknaan hubungan tersebut, sehingga pada perusahaan emiten terbaik tidak ada usaha untuk mengurangi utang dalam rangka mengontrol biaya agensi.

Bila utang terlalu tinggi sangat dikhawatirkan meningkatnya risiko ketidakmampuan membayar bunga, diakibatkan oleh ketidakmampuan pihak manajemen untuk memilih investasi yang baik dan menguntungkan . Hal ini dapat disimpulkan bahwa pihak kreditor akan melakukan tindakan tertentu terhadap proporsi kepemilikan manajerial, pihak kreditor akan mengurangi pinjamannya bila ada indikasi meningkatnya kepemilikan manajerial.

Kepemilikan saham manajerial mempunyai pengaruh terhadap tingkat *leverage*, hal ini menjelaskan tentang meningkatnya kepemilikan manajerial yang tidak diikuti oleh menurunnya *leverage* (utang). Kepemilikan saham manajerial yang besar memungkinkan para manajer dapat mengambil posisi utama dalam perusahaan untuk mengontrol keputusan *leverage*. Hal ini berarti pihak manajemen lebih tertarik untuk menggunakan utang karena di Indonesia lebih banyak ditawarkan dari pada equity yang akan mengurangi pembagian laba.

a.3. Struktur Modal dan Kepemilikan Dispersi

Pada uji t diperoleh data sebagai berikut nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0000 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh negatif secara signifikan, penyebaran kepemilikan terhadap struktur modal perusahaan. Penyebaran kepemilikan yang tinggi berarti saham emiten banyak dimiliki oleh publik, hal ini berarti kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada satu kepemilikan, akibatnya rasio utang dengan equity menjadi menurun.

Penyebaran kepemilikan dengan adanya kepemilikan publik yang besar berarti pengawasan tidak hanya bertumpu pada kelompok tertentu, sehingga pengawasan terhadap debt atau utang menjadi lebih ketat. Jian Chen (2001) menyatakan bahwa *large shareholder* (kepemilikan yang menyebar) dapat berperan penting dalam perusahaan. Kepemilikan yang menyebar akan mudah untuk melakukan monitoring, dan meningkatkan *firm value*. Karena dengan kepemilikan yang menyebar menyebabkan adanya insentif untuk mengumpulkan informasi dan monitoring terhadap manajemen, dan mengurangi adanya penyimpangan-penyimpangan.

a.4. Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan

Hasil perhitungan uji t, maka diperoleh data sebagai berikut, nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.6357 lebih besar dari 0.05, maka H_0 tidak ditolak artinya tidak ada pengaruh negatif secara signifikan, pertumbuhan perusahaan terhadap struktur modal perusahaan.

Salah satu proksi yang digunakan untuk mengukur pertumbuhan adalah pertumbuhan penjualan. Pertumbuhan penjualan menjadi proksi untuk mengukur pertumbuhan perusahaan, hal ini dilakukan oleh Jensen, Solberg, and Zorn, 1992.

Pertumbuhan penjualan mencerminkan manifestasi keberhasilan investasi periode masa lalu, dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan juga merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam industri.

Investasi dan pertumbuhan dapat mempengaruhi struktur modal. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi yang membutuhkan pendanaan, sehingga perusahaan harus mempertimbangkan untuk membayar dividen, atau harus mencari sumber dana dari pihak eksternal, hal ini berarti pula akan berpengaruh pula terhadap struktur modal perusahaan.

Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan menyebabkan penggunaan utang menurun, tetapi pada hasil penelitian tidak terjadi demikian. Menurut Barton et al, (1989; 41), bahwa laju pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kemampuan untuk mempertahankan keuntungan dalam mendanai kesempatan yang akan datang. Pertumbuhan penjualan yang tinggi, menyebabkan penggunaan utang akan menurun, dan pertumbuhan penjualan mencerminkan pendapatan meningkat sehingga pembayaran dividen cenderung meningkat. Ada dugaan bahwa pendanaan untuk investasi yang dilakukan emiten terbaik masih mengandalkan pada penarikan dana yang berasal dari utang.

b. Hasil Penelitian Hipotesis II

Pada model II membahas mengenai hubungan dan pengaruh variabel struktur modal, penyebaran kepemilikan, Kepemilikan institusional, pertumbuhan, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pengaruh secara simultan variabel

independent terhadap variabel dependen sangat besar yaitu 92%, berarti masih ada variabel lain sebesar 8% yang belum dimasukkan dalam variabel penelitian ini.

Tabel Model II

Variabel	Koefisien	Prob.
C	-0.467535	0.0001
DER	0.039799	0.0183
DO	0.279676	0.0048
IO	0.153294	0.0002
Growth	-0.020211	0.0000
Size	0.025916	0.0056
R-squared 0.911949		

Sumber : Data ICMD 2003-2005

Model yang diperoleh dari OLS adalah sebagai berikut :

$$DPR = -0,4675 + 0,0398 DER + 0,2797 DO + 0,1533 IO - 0,0202 Growth + 0,0259 Size$$

0.0001
0.0183
0.0048
0.0002
0.0000
0.0056

Pada model diatas , variabel *DER*, *DO*, *IO*, *Growth* dan *Size* dari angka probabilitas bahwa signifikan pada $\alpha = 5\%$. *Growth* memiliki koefisien regresi negatif memberikan arti bahwa tingginya variabel tersebut akan mengakibatkan naiknya dividen yang diberikan, hal ini tidak terjadi pada *DER* , *DO*, *IO*, dan *Size* . Penjelasan lebih rinci sebagai berikut :

b.1. Kebijakan Dividen dan Struktur Modal

Hasil perhitungan uji t diperoleh data bahwa nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0183 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh positif secara signifikan, struktur modal terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Tingginya dividen adalah sinyal yang baik untuk pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang, dan akan menyebabkan meningkatkan harga saham atau kekayaan pemegang saham. (Easterbrook, 1984; Jogiyanto dan Dewi R, 2003) Pemegang saham menginginkan agar perusahaan dapat meningkatkan *cash dividend payout* dan utang secara simultan , hal ini lebih disukai dan mereka merasa lebih makmur dibanding

perusahaan hanya meningkatkan *dividend payout* tanpa dibarengi dengan peningkatan utang (Jogiyanto dan Dewi R, 2003).

Pengujian pada pengaruh struktur modal terhadap besarnya dividen tidak terbukti bahwa antara struktur modal dan dividen merupakan kebijakan yang diambil secara simultan. Pada model sebelumnya diperoleh bahwa dividen memiliki pengaruh terhadap struktur modal, tetapi tidak terjadi sebaliknya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa struktur modal bukan merupakan kebijakan yang diambil secara simultan dengan kebijakan dividen.

b.2. Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Dispersi

Berdasarkan hasil perhitungan uji t, maka diperoleh data sebagai berikut nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0048 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh positif secara signifikan, penyebaran kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Struktur kepemilikan atau kepemilikan saham yang menyebar akan menyebabkan berkurang kekuatan pemegang saham dalam mengendalikan tindakan manajer, dan bisa menjadi penyebab turunya kinerja, yang berakibat pada profitabilitas sehingga mempengaruhi besarnya dividen. Dispersi kepemilikan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan (Rozeff, 1982; Yammeesri and Lodh, 2002).

Kekuatan pengendalian pada besarnya dividen yang diberikan kepada pemegang saham tidak berhubungan positif dengan penyebaran kepemilikan. Pada penelitian sebelumnya semakin menyebar kepemilikan maka akan menjadi kekuatan atau tekanan kepada emiten untuk membayar dividen bertambah besar. Arah pada model menunjukkan positif, berdasarkan pengujian bahwa pada $\alpha=5\%$, penyebaran kepemilikan

signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap besarnya dividen yang akan dibayarkan oleh emiten.

b.3. Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Institusional

Hasil perhitungan uji t , maka diperoleh data sebagai berikut, nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0002 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh positif secara signifikan, kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Kebijakan dividen berarti memutuskan untuk membayar dividen dan tidak membayar dividen, dengan pertimbangan terhadap keputusan investasi perusahaan. Perusahaan tidak membayar dividen memiliki kemungkinan salah satunya sedang melakukan investasi equitas. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh untuk pengambilan keputusan dalam kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional memiliki hubungan dengan rasio dividen payout . Kepemilikan institusional digunakan sebagai monitoring disebabkan oleh besarnya investasi equitas mereka dalam bursa saham (Bathala et al, 1994; Moh'd et al, 1998).

Hasil dari pengujian kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan pada $\alpha=5\%$, yang berarti bahwa semakin besar kepemilikan institusional akan menyebabkan besarnya dividen yang akan dibayarkan oleh emiten. Hal ini sebenarnya bisa diterima sesuai dengan fakta bahwa kepemilikan institusional merupakan mayoritas pada emiten yang dijadikan sampel penelitian.

Hal ini juga bertentangan dengan temuan Bathala dan Moh'd bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif , di BEJ tidak terjadi demikian dan memiliki pengaruh

positif, diduga hal ini terjadi dikarenakan kepemilikan institusional masih berada dalam satu kelompok dengan emiten yang dijadikan sampel.

b.4. Kebijakan Dividen dan Pertumbuhan Perusahaan

Uji t menunjukkan bahwa nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0000 lebih besar dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh negatif secara signifikan, pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Perusahaan yang tumbuh dengan indikasi adanya pertumbuhan penjualan, berarti dapat dikatakan sebagai perusahaan dengan kinerja baik, biasanya ditandai dengan kebijakan yang baik, antara lain berupa kebijakan dividen. Hal ini disebabkan pertumbuhan penjualan membawa pengaruh terhadap besarnya pembayaran dividen, dan hal tersebut merupakan kebijakan dividen.

Pertumbuhan penjualan memiliki pengaruh pada pembayaran dividen. Rasio pembayaran yang lebih tinggi akan mengakibatkan biaya transaksi yang harus ditanggung perusahaan menjadi lebih tinggi karena akan timbul biaya, jika perusahaan menggunakan sumber pendanaan yang lain sebagai pengganti dari yang telah dikeluarkan untuk membayar dividen (Jensen et al, 1992; Holder et al, 1998)

Pada β atau koefisien regresi dari variabel *Growth* menunjukkan hubungan negatif, berarti tingginya pertumbuhan tidak menyebabkan dividen yang dibayar menjadi bertambah tinggi, tetapi tingginya dividen bisa disebabkan oleh yang lain bukan oleh variabel *growth*. Perubahan variabel *growth* akan menunjukkan adanya kenaikan atau penurunan pada penjualan emiten.

b. 5. Kebijakan Dividen dan Ukuran Perusahaan

Uji t terhadap model menunjukkan nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0056 lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh positif secara signifikan, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Bila penjualan yang diperoleh cukup tinggi diharapkan dividen yang akan dibayarkan tinggi, pengaruh positif diharapkan ada pada perusahaan yang masuk dalam kelompok 100 emiten terbaik, karena perusahaan yang dimaksud sangat diharapkan perusahaan yang disenangi oleh investor atau pemegang saham dengan pembayaran dividen yang tinggi.

Pada pengujian diatas ternyata ada pengaruh positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Berarti sesuai dengan hasil penelitian Chang and Rhee, 1990; Crutchley and Hansen, 1989; Holder et al, 1998, menyatakan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh terhadap dividen, sehingga bagi perusahaan yang termasuk memiliki ukuran yang besar akan memiliki dividen yang tinggi.

c. Hasil Penelitian Hipotesis III

Pengukuran variabel pada model III menitik beratkan pada kinerja perusahaan yang diperoleh dengan mempertimbangkan beberapa variabel seperti struktur modal perusahaan, dan kebijakan dividen perusahaan. Model III yaitu persamaan yang menyertakan pengaruh pada struktur modal, dan pengaruh kebijakan dividen terhadap kinerja emiten.

Pada model III yang dijadikan variabel dependen adalah RAR (kinerja), sedangkan variabel independennya adalah DPR (kebijakan dividen), DER (struktur modal), dan volatilitas pendapatan. Adapun hasilnya sebagai berikut :

Tabel Model III

Variabel	Koefisien	Prob.
C	0.299261	0.0000
DPR	-0.628470	0.0000
DER	-0.071024	0.0220
VE	-1.742909	0.0111
R-squared 0.618687		

Sumber : Data ICMD 2003-2005

Model yang diperoleh sebagai berikut :

$$\text{RAR} = 0,2993 - 0,6285 \text{ DPR} - 0,0710 \text{ DER} - 1,7429 \text{ VE}$$

0.1010 0.0000 0.0220 0.0111

Berdasarkan hasil perhitungan uji F, maka diperoleh data sebagai berikut , nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.000 , lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh signifikan pada kebijakan dividen, struktur modal, dan volatilitas pendapatan terhadap kinerja emiten.

Kinerja perusahaan merupakan suatu pencapaian tujuan dari berbagai unit bisnis yang berbeda dalam perusahaan, dan penilaiannya dapat dilakukan melalui pengukuran besaran finansial dari dampak keputusan perusahaan seperti keputusan investasi, operasional dan keuangan. Penilaian kinerja perusahaan ini dapat dilihat dari ukuran akuntansi maupun ukuran pasar. Seperti pengukuran kinerja melalui *risk adjusted return*.

Kinerja yang baik dari perusahaan akan dirasakan oleh pemilik dan juga investor, yaitu melalui konsep memaksimalkan kesejahteraan *shareholders* atau pemegang saham. Pencapaian tujuan akan sangat dipengaruhi bagaimana perusahaan mengalokasikan sumber dayanya dengan cara agar tercapai alokasi yang efisien. Melalui variabel struktur modal, kebijakan dividen, dan volatilitas pendapatan, kinerja 37 emiten pada 100 emiten terbaik signifikan dipengaruhi oleh ketiga variabel tersebut. Pengaruh total yang diindikasikan oleh besar *R-square* = 62% menunjukkan bahwa ketiga variabel memiliki kontribusi yang besar, berarti masih ada variabel lain 38% yang menentukan

kinerja . Secara rinci pengaruh dari masing-masing variabel dapat dijelaskan sebagai berikut :

c.1. Kinerja dan Kebijakan Dividen

Hasil perhitungan uji t, maka diperoleh data sebagai berikut, nilai kdom probabilitas diperoleh nilai 0.0000 , lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh negatif signifikan , dividend pay out ratio terhadap kinerja emiten.

Kinerja merupakan hasil dari suatu proses yang dilakukan oleh suatu organisasi dalam mencapai tujuan yang diharapkan. Harapan hasil yang baik atau *best performance* merupakan harapan semua *stakeholder* dalam organisasi tersebut. Kebijakan dividen merupakan salah satu faktor yang bisa menyebabkan harapan tersebut bisa terwujud. Kebijakan dividen diharapkan berdampak bagi pertumbuhan perusahaan yang akan membayar dividen.

Pada umumnya investor membeli saham disebabkan oleh harapan untuk memperoleh capital gain dan dividen. Sedangkan perusahaan mengharapkan adanya pertumbuhan bisnis secara terus menerus dengan menggunakan laba ditahan untuk memberikan kemakmuran bagi pemegang sahamnya.

Pasar akan menilai dan mengevaluasi serta memonitor kinerja perusahaan (Easterbrook , 1984). Melalui kebijakan dividen dalam rangka peningkatan kinerja emiten, maka emiten akan dipantau terus oleh pasar yang menyebabkan pihak manajemen selalu melakukan usaha agar kinerja perusahaan tetap baik. Sehingga perusahaan yang merasa yakin akan prospek arus kasnya cenderung untuk menaikkan jumlah pembagian dividen (Brook, Charlton, Hendershott, 1998).

Bila dikaitkan kinerja dengan kebijakan dividen maka beberapa peneliti sebelumnya memberikan kesimpulan sebagai berikut. Tingginya dividen adalah sinyal yang baik untuk pendapatan perusahaan dimasa yang akan datang, dan akan menyebabkan meningkatkan harga saham atau kekayaan pemegang saham sebagai proksi dari kinerja.

Modigliani dan Miller (Dhani Ichsanudin Nur, 2003 – 91) kenaikan dividen oleh investor dilihat sebagai tanda atau signal bahwa prospek perusahaan dimasa datang akan lebih baik, sebaliknya penurunan dividen dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun. Mereka berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding laba ditahan. Kenyataan bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya kandungan informasi dalam pengumuman dividen.

Dividen yang dilaporkan perusahaan merupakan keberhasilan perusahaan dalam mempertahankan kebijakan dividen, dan stabilitas pendapatannya (Zion dan Shalit, 1975 – 1025). Hal ini memberikan tanda bahwa dividen bisa direspon oleh investor bukan semata-mata oleh besarnya dividen yang dibagikan, tetapi bagaimana para investor menilai tentang kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan, dengan $\alpha = 5\%$ memiliki pengaruh yang signifikan. Kebijakan dividen pada emiten tebaik tidak memberikan sinyal yang baik pada perusahaan dimasa yang akan datang. Tingginya dividen dianggap sebagai kemungkinan perusahaan tidak mampu membelanjakan hasil keuntungan perusahaan untuk investasi.

c.2. Kinerja dan Struktur Modal

Hasil perhitungan uji t, maka diperoleh data sebagai berikut, nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0220, lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh negatif signifikan, *debt to equity ratio* terhadap kinerja emiten. Meningkatnya *debt to equity ratio* karena ada perubahan dalam struktur modal menyebabkan kinerja mengalami penurunan. Hal ini bisa diartikan bahwa bertambahnya utang menyebabkan adanya persepsi investor terhadap emiten, risiko yang dihadapi emiten bertambah, investor mempertimbangkan untuk melakukan investasi terhadap emiten-emiten yang memiliki risiko yang dianggap cukup tinggi.

Keputusan keuangan salah satunya adalah masalah struktur modal. Hal ini yang menjadi pemikiran beberapa ahli keuangan untuk merumuskan hubungan antara struktur modal pengaruhnya terhadap kinerja perusahaan. Menurut beberapa ahli keuangan mengungkapkan bahwa struktur modal dengan ditandai adanya perubahan pada utang akan memberikan informasi mengenai perubahan pada nilai perusahaan (Masulis, 1982).

Peningkatan utang adalah sinyal yang baik untuk prospek perusahaan dimasa mendatang. Profitabilitas secara konsisten berpengaruh terhadap *leverage*, perusahaan yang memiliki profit yang tinggi akan menurunkan permintaannya akan utang, karena akan tersedia lebih banyak dana internal untuk mendanai investasi dan cenderung membangun ekuitas mereka relatif terhadap utang (Myers and Majluf, 1984; Titman and Wessels, 1988; Moh'd et al, 1998; Chang and Rhee, 1990).

Hasil menunjukkan bahwa kinerja secara signifikan pada $\alpha = 5\%$ dipengaruhi secara negatif oleh perubahan struktur modal dari emiten. Pada peningkatan utang berarti ada perubahan pada struktur modal yang mengakibatkan pada naiknya *risk adjusted*

return dari emiten. Rasio *debt to equity* memberikan pemahaman bahwa bila struktur modal berubah bisa diakibatkan oleh meningkatnya utang atau dapat pula disebabkan oleh menurunnya *equity* disebabkan emiten menderita kerugian. Karena yang dipilih emiten yang memiliki tingkat keuntungan maka bisa terjadi bahwa emiten terbaik memiliki utang yang bertambah dan menyebabkan kinerja tidak bertambah baik dikarenakan kemampuan emiten untuk mempunyai *return* yang lebih tinggi ditahun sebelumnya tidak tercapai dikarenakan kondisi ekonomi makro yang tidak mendukung.

c.3. Kinerja dan Volatilitas Pendapatan

Hasil uji t diperoleh data sebagai berikut , nilai kolom probabilitas diperoleh nilai 0.0111 , lebih kecil dari 0.05, maka H_0 ditolak artinya ada pengaruh negatif signifikan, volatilitas pendapatan terhadap kinerja emiten. Koefisien regresi volatilitas pendapatan diperoleh negatif , hal ini berarti bila volatilitas pendapatan yang diukur dari standar deviasi penjualan emiten mengalami penurunan, akan berakibat pada naiknya kinerja.

Tingkat keseimbangan yang terbaik antara keuntungan dan biaya-biaya dalam kondisi volatilitas pendapatan meningkat, maka pihak manajemen harus mengurangi leverage, dan pendanaan internal melalui dividen menjadi penting. Pada perusahaan yang memiliki pendapatan relative stabil memungkinkan perusahaan untuk memprediksi pendapatan yang akan datang secara tepat. Ketepatan ini akan berakibat pada kinerja semakin naik.

Standar penyimpangan pendapatan tinggi menunjukkan risiko perusahaan tinggi , sehingga pihak kreditor akan enggan memberikan pinjaman pada perusahaan (Barton et al, 1989, 41 dan Bathala et al, 1994; 41) , hal ini berarti bahwa terdapat hubungan negative antara volatilitas pendapatan dengan rasio utang. Hal ini sesuai dengan hasil

pengujian pada variabel sebelumnya bahwa rasio utang yang rendah dapat meningkatkan tingkat kinerja emiten.

Adanya volatilitas pendapatan yang tinggi akan menaikkan biaya kebangkrutan yang tidak lain adalah biaya keagenan utang. Hal ini sesuai dengan studi empiris yang dilakukan oleh Bradley et al (1984) , meningkatnya volatilitas pendapatan akan berdampak pada meningkatnya biaya kebangkrutan perusahaan. Oleh karena itu konsekuensinya manajemen akan mengurangi penggunaan utang dalam rangka mengawasi konflik keagenan. Berarti semakin stabil pendapatan akan berakibat pada meningkatnya kinerja.

d. Analisis Faktor – Faktor Penentu Emiten Terbaik

Emiten terbaik menjadi motivasi tersendiri bagi emiten, para investor akan tertarik dan akhirnya bisa melakukan transaksi pada emiten yang menyebabkan harga naik dan return meningkat. Pada model III ternyata bahwa kinerja suatu emiten akan ditentukan antara lain oleh kebijakan struktur modal, kebijakan dividen, dan volatilitas pendapatan emiten.

Pada model I, memodelkan pengaruh variabel kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan, dan pertumbuhan terhadap kebijakan struktur modal perusahaan. Pengaruh variabel kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, penyebaran kepemilikan terhadap kebijakan struktur modal signifikan. Hanya pada variabel pertumbuhan perusahaan tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan struktur modal perusahaan.

Model II memberikan hasil bahwa variabel kebijakan dividen dipengaruhi secara signifikan oleh struktur modal , penyebaran kepemilikan, kepemilikan institusional,

pertumbuhan perusahaan, serta ukuran perusahaan. Sedangkan pada model III peningkatan kinerja dipengaruhi oleh kebijakan dividen, dan kebijakan struktur modal, sehingga perlu ada pengertian bahwa penentu kinerja emiten akan bisa ditentukan oleh kebijakan dividen, kebijakan struktur modal, dan volatilitas pendapatan.

e. Implikasi Hasil Penelitian

Setelah diumumkan oleh Majalah Investor bahwa suatu perusahaan masuk kedalam 100 emiten terbaik. Ada dugaan bahwa investor diberikan informasi yang baik untuk melakukan kajian dalam keputusan pembelian dan penjualan saham perusahaan kelompok emiten terbaik. Hal ini merupakan sinyal positif bahwa kinerja secara fundamental bisa teramati, dengan kualitas pengamatan yang dilakukan oleh tim juri terseleksi. Perlu diketahui bahwa 100 emiten terbaik bukan merupakan berarti 100 perusahaan ideal atau emiten ideal, tetapi peringkat yang tercatat bisa merupakan ukuran bagusnya kinerja keuangan emiten yang terpilih.

Pada saham Astra Internasional diketahui memiliki return selama satu tahun pada tahun 2005 sebesar 96,63 % , saham PT. Bank BRI pada tahun yang sama sebesar 84,18 %, sedangkan saham PT. Astra Agro Lestari memiliki return lebih besar lagi yaitu 102,92%, ketiga emiten merupakan tiga emiten terbaik yang diumumkan oleh majalah Investor pada tanggal 26 April 2005. Maka para investor bisa memiliki informasi bahwa ada tiga emiten yang terbaik salah satunya dalam hal perolehan return pada keputusan investasi, berarti diharapkan ada kenaikan harga setelah ada pengumuman tersebut. Sebagai contoh pada saham PT Astra Internasional ternyata memang ada perubahan harga selama sepuluh hari transaksi saham PT. Astra Internasional mengalami kenaikan dari Rp 10.650 menjadi 11.100.

Penomena pada BEJ juga pemaparan teori yang diungkap di atas bahwa kinerja perusahaan akan ditentukan oleh banyak faktor untuk bisa ditentukan sebagai yang terbaik. Faktor – faktor keagenan, pertumbuhan perusahaan, volatilitas pendapatan, dan ukuran perusahaan, akan banyak mempengaruhi dividen dan struktur modal emiten, yang akhirnya berpengaruh terhadap kinerja emiten. Berdasar pada IHSG yang stabil pada diatas angka 1000 pada tahun 2006 ini, diharapkan industri pasar modal Indonesia punya ruang untuk tumbuh dan berkembang, terbukti dengan banya perusahaan yang go public masih mampu membukukan *profit*. Pengaruh adanya pengumuman emiten terbaik oleh majalah investor berpengaruh terhadap reaksi pasar.

f. Implikasi Pada Pasar Secara Umum

Pengumuman yang disampaikan oleh majalah investor tidak ditanggapi oleh investor sebagai informasi pengambilan keputusan membeli dan menjual saham dari emiten yang diumumkan. Penelitian dilakukan pada tahun 2004 dan 2005 memberikan indikasi bahwa *abnormal return* yang diperoleh pada tanggal sepuluh hari sebelum dan sesudah diterbitkannya informasi emiten terbaik tidak terjadi perbedaan yang signifikan.

Pemeringkatan emiten versi majalah investor sudah memasuki tahun ketujuh, sejak dimulai pada tahun 2000. Pada riset yang dilakukan terhadap pengumuman emiten terbaik 2004 dan 2005, dipilih 37 emiten yang selalu masuk dalam 100 emiten terbaik pada tahun 2003-2005. Kemudian dilakukan uji beda rata-rata *abnormal return* yang diperoleh , pada $\alpha=5\%$ ternyata tidak terdapat perbedaan yang signifikan , yang berarti pasar tidak merespon hasil pemeringkatan. Hal ini bisa terjadi karena expected return event sendiri sudah ada event pengumuman laporan keuangan yang sudah direspon investor.

Berdasarkan penilaian juri bahwa hasil pemeringkatan emiten terbaik versi majalah investor cukup mencerminkan kondisi di pasar. Hal ini dibuktikan dengan apresiasi pelaku pasar, hasil polling yang dilakukan menunjukkan bahwa kinerja emiten yang terpilih ternyata bertumbuh dan sahamnya cukup diminati di pasar. Polling dilakukan terhadap 100 responden yang terdiri dari pemodal individu, pengelola dana pensiun, asuransi, manajer investasi, analis dan jurnalis.

Penelitian digunakan dengan pendekatan teori EMH (*Efficient Market Hypothesis*) yang menjelaskan bahwa dalam pasar yang kompetitif, harga keseimbangan dari setiap barang atau jasa adalah saat penawaran sama dengan permintaan keseluruhan. Harga ini mencerminkan kesepakatan nilai dari suatu barang atau jasa yang dicapai pelaku-pelaku di pasar berdasarkan semua informasi publik yang tersedia. Bila ada informasi baru yang hadir di pasar, maka informasi ini akan segera dianalisis dan diinterpretasikan oleh pelaku-pelaku pasar dan hasilnya adalah perubahan pada harga keseimbangan yang ada. Keseimbangan harga baru ini akan bertahan sampai datangnya informasi baru yang cukup untuk dianalisis dan diinterpretasikan.

Beberapa sebab yang dapat menjadi dugaan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman 100 emiten terbaik. Diantaranya kecepatan pasar dalam melakukan transaksi sehingga membutuhkan informasi yang cepat, akurat, relevan, dan lengkap. Pengumuman emiten terbaik bukan merupakan informasi yang cukup cepat, karena sebenarnya para investor sudah bisa memprediksi kinerja emiten, dan juga mungkin disebabkan bahwa pemerhati emiten terbaik hanya investor yang melakukan transaksi jangka panjang. Para investor jangka panjang bisa memanfaatkan untuk melakukan

simulasi portfolio dengan menggunakan informasi ini, dan keputusan untuk merubah portfolio mungkin memakan waktu yang cukup lama.

Berdasarkan saringan yang dilakukan oleh tim pemeringkatan kinerja emiten cukup baik dan sangat lengkap dari mulai saringan secara administratif , kemudian saringan dari sisi fundamental, teknikal, wawancara, dan polling maka keakuratan menjadi hal bisa diperoleh. Maka investor juga yakin bahwa semua pelaku mendapat informasi publik yang merata , sehingga memungkinkan para investor tidak menjadikan informasi emiten terbaik sebagai informasi yang spesifik untuk memilih emiten terbaik dalam keranjang portfolio mereka. Berdasarkan data juga diperoleh bahwa yang termasuk emiten terbaik ternyata juga termasuk juga dalam saham yang masuk pada kelompok LQ 45.

Informasi yang disajikan dalam laporan emiten terbaik juga tidak dilengkapi dengan prediksi – prediksi saham-saham atau emiten yang mungkin akan tetap berjaya di jangka pendek atau jangka panjang , tentunya bisa ditelaah dari analisis industri atau analisis makro yang memberikan gambaran bahwa data kinerja saat ini akan menjadi potret untuk masa yang akan datang.

Dimungkinkan juga bahwa pada bulan-bulan saat itu, sebenarnya para investor sudah mengetahui dari laporan keuangan yang sudah dilaporkan oleh emiten kepada publik yang memang dilaporkan pada akhir bulan maret setiap tahunnya. Sehingga mereka sudah tahu gambaran kinerja emiten sebelum diumumkan oleh Majalah Investor, tentang emiten apa saja yang masuk dalam kategori 100 emiten terbaik.

Informasi yang lengkap akan menambah menariknya informasi bagi para investor, karena akan menambah keakuratan dalam mengambil keputusan. Selain diperlukan

pendapat analisis makro ekonomi Indonesia, juga diperlukan adanya pendapat dari pengambil kebijakan, misalnya BEJ atau Bapepam mengenai langkah kedepan yang dilakukan oleh pihak berwenang dalam pengembangan pasar modal.

Referensi

DAFTAR PUSTAKA

- Agus Zainal Arifin. 2006. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham Terhadap Struktur Modal Serta Dampaknya Pada Kinerja Perusahaan", *Disertasi*, Unpad Bandung
- Akhigbe, Aigbe and Jeff Madura. 1996. "Dividend Policy and Corporate Performance". *Journal of Business Finance and Accounting* 23. 1267-1287
- Baltagi, Badi H. 2001. " *Econometric Analysis of Panel Data* ", Second edition, Jhon Wiley and Son Ltd., England.
- Barton , Sydney L, Ned C. Hill , and Srinivasan Sundaram, 1989 , " An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure", *Journal of Financial Management*, Spring 1989.
- Bathala, Chenchuramalah T, Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao, 1994, "Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of institutional Holding: An Agency Perspective", *Journal of the Financial Management Association*, Vol. 23 No. 3, Autumn, p. 38-50.
- Black, F. 1976. "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*. Vol. 2, 5-8.
- Brigham, Eugene F., and J F. Weston, 1981, " *Managerial Finance* ", Seventh Edition, Dryden Press, USA.
- Brook, Y., Charlton , W.T., and Handershot, 1998. " Do Firms Use Dividend to Signal Large Future Cash Flow ", *Financial Management*, Vol. 27 No. 3 (Autumn), 46 – 57
- Carleton, Willard T., and Irwin H. Silberman, 1977. " Joint Determination , of Rate of Return and Capital Structure: Econometric Analysis , *Journal of Finance* , Vol 32, No 3 , June, p. 811 – 821.
- Chen, Jian, 2001." Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence From Chinese Listed Companies", *Journal Economics of Planning*, 34: 34-72
- Collins, Jim, 2001, " *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap, and Others Don't* ", Harper Business, New York
- Copeland, T and Weston, J.F. 1983. " *Financial Theory and Corporate Policy* ", Second edition. Addison-Weley Publishing Company. Massachusetts, California.
- Crutchley, C., and R. Hansen. 1989. "A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend". *Journal of Financial Management Association*. Winter. 36-46.
- Damodaran, A. 2001. " *Management of Corporate Finance* ". John Wiley & Son, Inc. New York.
- Dempsey, Stephen J, and Gene Lober , 1992. " Effect of Agency and Transaction Cost on Dividend Pay Out Ratio: Further Evidence of The Agency-Transaction Cost Hypothesis, *Journal of Financial Research*, Vol. 15 No. 4, Winter , p. 317 - 321
- Dhani I. Nur, 2003, "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Leverage Serta Dividen Perusahaan ", *Disertasi*, Unpad Bandung.
- Dini Kusumawati, 2004, " Pengaruh Karakteristik Perusahaan Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Publik Yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta ", *Disertasi*, Unpad Bandung

- Dudi Rudianto, 2006, “Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Dampaknya Terhadap Nilai Perusahaan Pada Industri Tekstil Dan Produk Tekstil Lainnya Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta”, *Disertasi*, Unpad Bandung.
- Easterbrook, F. H., 1984. “Two Agency Cost Explanations of Dividend”. *American Economic Review*. Juni. 650-659.
- Eduardus Tandelilin; Turyasingura Wilberforce. 2002. “Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership In Controlling Equity Agency Conflict “. , *Gadjah Mada International Journal of Business*. Juni . pp 31- 43
- Frydenberg, Stein. 2003 “A Dynamic Model of Corporate Capital Structure “. *Trondheim Business School*, page 1.
- Gitman, L. J., 2005. “*Principles of Managerial Finance* “. Eleventh edition, Pearson Addison Wesley, USA
- Harris, Milton, and Arthur Raviv, 1991. “The Theory of Capital Structure” , *Journal of Finance*, March, p. 297 – 355
- Holder, Mark E, Frederick W. Langrehr, and J. Lawrence Hexter, 1998. “Dividend Policy Determinants: An Investigation of The Influences of Stakeholder Theory, *Journal of the Financial Management Association* , Vol. 27 , No. 3 , Autumn , p. 19 – 40.
- Holdernes, C. G. and D. Sheehan , 1988. “The Role Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis”, *Journal of Financial Economics*, 20, pp 317 – 346.
- Iman S. Suriawinata, 2002. “Capital Structure Decision, Conference on The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from Indonesian Listed Companies”, Prasetya Mulya Finance Conference 2002, Jakarta.
- Jensen, M. 1986. “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and Take Over”. *American Economics Review* 76, 323-329
- Jensen, Gerald R, Donald P. Solberg, and Thomas S. Zorn, 1992, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, p 247 – 262.
- Jensen, M. C., and William H. Meckling, 1976. “Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure“ , *Journal of Financial Economics* 3, p.305 – 360.
- Jensen, M. C. , 2000, “*A Theory of The Firm : Governance, Residual Claims, and Organizational Forms* “. Harvard University Press, Cambridge.
- Jogiyanto Hartono; Dewi Ratnaningsih, May 2003, “A Mechanism And Determinants Of An Agency-Cost Explanation For Dividend Payments”, *GM International Journal of Business*, p. 145 – 16
- Kaplan, R. S and Norton, D. P., 2004, “*Strategy Maps: Converting intangible assets into tangible outcomes*” , Harvard Business School Press, USA.
- Keown, A. J., Martin, J.D, Petty, J.D., and Scott, D.J., 2005 ” *Financial Management: Principles and Applications* ” , Prentice Hall, USA.
- Kim Sung Suk, 2006, “Hubungan Simultan antara Struktur Kepemilikan , Corporate Governace dan Nilai Perusahaan dari Perusahaan di Bursa Efek Jakarta “, *Disertasi*, UI Jakarta.
- Komang Darmawan, 2005. “3 Emiten peraih top performing listed companies 2005, Investor, No. 122, 19 – 24.

- Kusnan M Djawahir, 2003. "Sulitnya menciptakan Nilai tambah Bagi Shareholders" , Swa Sembada, No. 21, 30 – 39
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer and W. Vishny , 1998, " Law and Finance", *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp. 1113 – 1155.
- Leland, Hayne E., and David H. Pyle, 1977, "The information Asymmetries, Financial Structure, end Financial Intermediation", *Journal of Finance*, Vol. 32, No. 2, May , p. 371-387.
- Levy, H and Marshal Sarnat, 1990, " Capital Investment and Financial Decision" , Prentice Hall International, UK.
- Masulis, Ronald W. , 1983, " The Impact of Firm Value of Capital Structure Change, Some Estimates", *Journal of Finance*, Vol. 38, Issue 1, 107 - 126
- Megginson, W.L. 1997. "*Corporate Finance Theory*". Addison-Wesley Longman , Inc. New York.
- Moh'd, Mahmoud A, Larry G. Perry, and James N. Rimbey, 1998. "The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy : a Time – Series Cross-Sectional Analysis" , *The Financial Review* 33, p. 85 - 98
- Mollah , A.S. 2000. "The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in An Emerging Market: Evidence From The Dhaka Stock Exchange".
- Morck, Rendal , Andrei Shleifer and Robert Vishny, 2002, " Management Ownership and Corporate Performance : An Emperical Analysis ", *National Bureau Of Economic Research*, WP no. 2055.
- Miller, M., and M. Scholes. 1978. "Dividend and Taxes". *Journal of financial economics*. Desember, 333-364
- Ni Nyoman Sawitri, 2004, " Keputusan Perusahaan Membayar atau Tidak Membayar Dividen dan Dampaknya Terhadap Reaksi Pasar", *Disertasi* , Unpad Bandung
- Penman, Stephen H. 2001, " *Financial Statement Analysis and Security Valuation*", International edition, Irwin, New York.
- Porter, M. E, 1990. " The Competitive Advantage of Nations, Free Press, New York
- Reilly, Frank K. 1994 " *Investment Analysis and Portfolio Management*", Fourth Edition, The Dryden Press.
- Robbert Ang. 1997, " *Pasar Modal Indonesia* " , Mediasoft Indonesia , Edisi Pertama, Jakarta.
- Ross. S. 1977. " The Determination of Financial Structure: The Incentive – signaling Approach " , *Bell Journal of Economics* 8 : 23 – 24.
- Rozeff, M.S. 1982. "Growth , Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratio" , *Journal of Financial Research*. Fall, 249-259.
- Saxena, A. K. 1999. " Determinants of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms". *Financial Management Association Conference*.
- Sekaran, Uma. 2000. "*Research Methods For Business*". A skill building approach. Third edition. John Wiley and Son, Inc. New York.
- Simons, Katerina, 2000. " The Use of Value at Risk by Institutional Investors" , *New England Economic Review*.
- Titman, Sheridan, and Roberto Wessels, 1988. " The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance* , 43, p. 1 - 19

- Wahidahwati, 2001, " Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency", *Simposium Nasional Akuntansi IV*, Bandung.
- Wiwattanakantung, Y. 2001. " Controlling Shareholders and Corporate Value: Evidence from Thailand", *Pacific – Basin Finance Journal*, 9 (4), p 323 – 362
- Yammeesri, Jira and Sudhir C. Lodh, 2002. " The Effects of Ownership Structure on Firm Performance: Evidence form Thailand", *Hawaii International Conference on Business*, USA
- Yuswohady, 2004. " EVA vs. Earning , Mana yang Unggul ? ", *Swa Sembada* , No. 23 , 69.
- Zion, Uri Ben and Sol S. Shalit, 1975, " Size, Leverage, and Dividend Record as Determinants of Equity Risk ", *Journal of Finance*, Vol. 30, No. 4, September, p.1015 – 1026.