

**PENGARUH *AGENCY COST*, *LEVERAGE*, DAN *GROWTH*
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

ARTIKEL ILMIAH

Diajukan untuk Memenuhi Syarat Penyelesaian
Program Pendidikan Strata Satu
Jurusan Manajemen



Oleh :

Patria Endah Juwita Sari
2010210719

**Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas
Surabaya
2014**

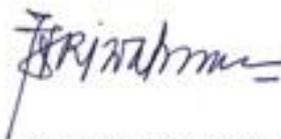
PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Patria Endah Juwita Sari
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 08 Maret 1991
N.I.M : 2010210719
Jurusan : Manajemen
Program Pendidikan : Strata I
Konsentrasi : Manajemen Keuangan
Judul : Pengaruh *Agency Cost, Leverage, Dan Growth*
Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan
Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia

Disetujui dan diterima baik oleh:

Dosen Pembimbing,

Tanggal: 30-4-2014



(Dra. Ec. Sri Lestari Kurniawati M.S)

Ketua Program Studi S1 Manajemen,

Tanggal: 30-4-2014



(Mellyza Silvy S.E., M.Si.)

PENGARUH AGENCY COST, LEVERAGE, DAN GROWTH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Patria Endah Juwita Sari
STIE Perbanas Surabaya
Email: patria.endah@gmail.com

ABSTRACT

The purpose of this study was to determine the effect of managerial ownership, institutional ownership, firm size, free cash flow, leverage, and growth of dividend policy on manufacturing company listed in Indonesian stock exchange with the time period of 2009-2011. The number of samples collected of manufacturing companies from the Indonesian Stock Exchange 124 companies. Researchers using purposive sampling technique sampling and earn 14 companies as the study sample. This study uses multiple regression analysis. The results of this study using the t test that leverage significant positive effect on debt policy, while the managerial ownership, institutional ownership, firm size, free cash flow and growth but not significant effect on dividend policy. Results of studies simultaneously using the F test, showed that of managerial ownership, institutional ownership, firm size, free cash flow, leverage, and growth as independent variables have effect on dividend policy.

Key Words : *Dividend Policy, managerial ownership, institutional ownership, firm size, free cash flow, leverage, growth*

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan dari sudut pandang manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stockholder*. Kartika Nuringasih (2005) menyatakan manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi strategik yang berkaitan dengan pengelolaan keuangan. Pengelolaan ini ditujukan agar perusahaan mampu menghasilkan keuntungan untuk meningkatkan *value of the firm* dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer keuangan berusaha mengelola aset finansial perusahaan dengan menitik beratkan pada tiga keputusan, yaitu keputusan finansial (*financial-decision*), keputusan investasi (*investment decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*).

Kebijakan dividen merupakan hal yang penting karena bukan hanya menyangkut

kepentingan perusahaan, namun juga menyangkut kepentingan pemegang saham. Dividen sering digunakan oleh para investor untuk menilai resiko dan laba perusahaan. Sebagian dividen mempunyai kandungan informasi. Pengumuman dividen mempunyai arti penting bagi investor, karena itu berpengaruh terhadap harga saham dan return saham. Dalam kebijakan dividen ditentukan jumlah alokasi laba yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham (dividen) dan alokasi laba yang dapat ditahan perusahaan (Darminto, 2008). Upaya peningkatan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering tidak sejalan dengan manajemen perusahaan sehingga timbul masalah keagenan antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Manajer lebih

cenderung untuk mereinvestasikan keuntungannya daripada membagikan kepada pemegang saham.

Untuk mengawasi dan menghalangi perilaku oportunistik manajer maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya untuk pengawasan tersebut yang disebut dengan biaya keagenan atau *agency cost*. Pengukuran *agency cost* pada penelitian ini menggunakan proksi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, dan *free cash flow*.

Pihak manajemen lebih menyukai apabila laba perusahaan tidak dibagikan kepada pemegang saham karena digunakan sebagai modal internal yang digunakan untuk operasional perusahaan. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial di perusahaan maka semakin tinggi pula kemungkinan deviden yang akan dibagikan semakin sedikit, karena pihak manajemen lebih suka apabila deviden tersebut ditahan. Darminto (2008) juga mengatakan bahwa manajemen perusahaan sering mempunyai tujuan lain yang bahkan bertentangan dengan tujuan utama sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham (*agency problem*). Adanya kepemilikan saham oleh manajer akan memotivasi mereka untuk menciptakan kinerja perusahaan secara optimal dan dapat menurunkan biaya keagenan.

Kepemilikan institusional akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Kepemilikan institusional akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi. Institusi dalam hal ini adalah pihak yang berasal dari luar perusahaan yang berbentuk lembaga. Semakin tinggi tingkat prosentase kepemilikan institusional akan menimbulkan pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusi kepada manajer.

Pemilik saham institusional mempunyai keinginan untuk mendapatkan profit dari perusahaan dalam bentuk deviden. Pihak kepemilikan institusional dapat menekan perusahaan untuk membagikan deviden di

akhir tahun. Dividen tersebut juga dapat sebagai sarana pengawasan oleh pihak institusional.

Pengelompokan perusahaan atas dasar skala operasi (besar atau kecil) dapat dipakai oleh investor sebagai salah satu variabel dalam menentukan keputusan investasi. Perusahaan yang besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal. Hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan pembayaran dividennya (Siska Christianty Dewi, 2008).

Masalah agensi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah, sedangkan jumlah *free cash flows*-nya tinggi (Djumahir, 2009). Salah satu cara untuk mengurangi *free cash flows* yaitu dengan melakukan pembayaran deviden kepada pemegang saham.

Leverage merupakan alat untuk mengukur seberapa besar perusahaan tergantung pada kreditur dalam membiayai aset perusahaan. *Leverage* perusahaan dapat diukur dengan rasio utang jangka panjang dengan ekuitas (*Debt Equity Ratio*). Menurut Darminto (2008), Tingginya *leverage* pada perusahaan industri manufaktur yang *go-public*, menyebabkan semakin tingginya risiko keuangan yang dihadapi oleh perusahaan. Oleh karena itu, kemampuan perusahaan untuk membagi deviden akan semakin rendah.

Laba digunakan untuk mendanai investasi perusahaan, akan mengurangi proporsi deviden yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin besar laba yang ditahan untuk pertumbuhan perusahaan semakin kecil pula deviden yang dibayarkan. Proksi pertumbuhan perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah *growth*.

Kebijakan deviden merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak deviden yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Penelitian ini merupakan pengembangan dari beberapa penelitian terdahulu, maka penelitian ini bertujuan

untuk mengetahui pengaruh *agency cost*, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kebijakan dividen

Dividen adalah pembagian laba yang dilakukan oleh suatu perseroan kepada para pemegang saham. Dividen dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya dividen tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001:281).

Kebijakan dividen diukur dengan DPR. Menurut Djumahir (2009) *Dividend Payout Ratio* dapat diukur dengan rumus :

$$DPR = \frac{\text{Dividenpershare}}{\text{Earningpershare}} \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

- DPR : Rasio pembayaran dividen
- DPS : Dividen per lembar saham
- EPS : Laba per lembar saham

Teori keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik. Menurut Suad dan Enny berpendapat masalah keagenan (*agency problems*) muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principals*) dengan pihak manajemen (*agent*), dan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi (Suad dan Enny, 2012: 10).

Manajer sebagai pelaksana operasional perusahaan memiliki informasi internal lebih banyak dibanding pemegang saham, sehingga memotivasi manajer untuk bertindak kreatif guna memaksimalkan keuntungan pribadinya. Hal ini tidak menutup kemungkinan terjadi perilaku oportunistis, yaitu perilaku manajer yang tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemegang saham. (Dedhy S., 2011 : 27-76).

Masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimalkan kemakmuran mereka sendiri.

Kepemilikan manajerial dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan manajerial adalah porsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen yang rendah, perusahaan memiliki laba ditahan yang relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih, 2005). Menurut Sisca (2008) pengukuran kepemilikan manajerial adalah :

$$\frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Manajemen}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \dots\dots(2)$$

Variabel kepemilikan manajerial mempunyai hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi yang akan datang dibiayai oleh sumber internal yang berasal

dari laba ditahan bukan dari dana eksternal yang berasal dari hutang.

Seperti dalam penelitian Kania dan Bacon(2005) bahwa kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif terhadap kebijakan dividen, begitu juga menurut Sisca (2008) kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajerial maka semakin rendah kebijakan dividennya.

Berdasarkan kajian teoritis dan empiris diatas, maka hipotesis pertama yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1 : kepemilikan manajerial secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan institusional dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan institusional adalah tingkat kepemilikan saham institusional dalam perusahaan, diukur oleh proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam persen (Listytani 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer (Sisca 2008). Menurut Djumahir (2009) Kepemilikan institusional dapat dirumuskan melalui:

$$\frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Institusi lain}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}} \dots(3)$$

Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan. Semakin tingginya tingkat kepemilikan institusional maka menimbulkan tingkat pengawasan yang tinggi terhadap manajer. Kepemilikan institusional tidak mengharapkan manajer menggunakan dana-dana perusahaan untuk tindakan yang tidak perlu hal ini sangat bertolak belakang dengan kepentingan pihak manajerial yang menyebabkan *agency prolem* dalam pe-

rusahaan. Sehingga institusional cenderung menginginkan untuk membagikan dividen kepada kepemilikan institusional.

Berbeda dengan Djumahir (2007) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena investor institusional memiliki keinginan yang berbeda dengan keinginan investor umum.

Berdasarkan dengan teori diatas, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2 : kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Ukuran perusahaan dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Ukuran perusahaan adalah skala besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal antara lain adalah total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan. Semakin besar perusahaan tersebut, maka investor akan lebih mudah percaya untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.

Ukuran perusahaan juga menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan pembagian dividen. Suatu perusahaan yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sehingga mampu memperoleh dana yang lebih besar dan perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi (Michell Suherli dan Sofyan S. Harahap, 2004). Menurut Sisca (2008), variabel ukuran perusahaan (*firm size*) diukur dengan :

$$\text{Firm size} = \text{Ln Total Assets} \dots\dots\dots(5)$$

Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar dividennya. Hal ini sesuai dengan penelitian oleh Sisca (2008) yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, maka lebih cenderung untuk membagikan dividen yang tinggi untuk menjaga reputasi dikalangan investor. Berdasarkan uraian tersebut maka

dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis ketiga sebagai berikut:

Hipotesis 3 : ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Free Cash Flow ialah arus kas yang bersifat bebas yaitu arus kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia investasi yang *profitable*, sehingga dapat digunakan oleh manajemen perusahaan dan dapat berdampak pada biaya agensi yang besar yang akan ditanggung oleh pemegang saham.

Arus kas yang dihasilkan perusahaan dibagi ke dalam 3 kelompok utama (Brigham, 2001) yaitu: (1) arus kas operasi adalah arus kas perusahaan dari kegiatan operasi terdiri atas pengumpulan kas berasal dari konsumen, pembayaran kepada pemasok untuk pembelian bahan baku, arus kas keluar dari kegiatan operasi lainnya, seperti beban pemasaran dan administrasi, serta bunga dan pembayaran tunai untuk pajak, (2) arus kas investasi adalah arus kas dari penerimaan atau pembayaran investasi yang mencakup penerimaan dari pengeluaran saham baru, peningkatan pinjaman, pembayaran kembali pokok pinjaman, pembayaran dividen saham biasa, (3) arus kas dari pembiayaan adalah arus kas dari kegiatan pembiayaan mencakup kas yang diperoleh selama tahun berjalan dengan menerbitkan hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, atau saham. Selain itu, karena pembayaran dividen atau kas yang digunakan untuk membeli kembali saham atau obligasi menurunkan kas perusahaan, maka transaksi semacam itu dimasukkan di sini.

Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan ke-

pentingan antara pemegang saham dan manajer.

Free Cash Flow dihitung menggunakan rumus yang dirumuskan sebagai berikut (Rizki dan Ratih, 2009)

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it} \dots\dots\dots(6)$$

Dalam hal ini:

FCF_{it} : *Free Cash Flow*

AKO_{it} : Aliran Kas Operasi perusahaan I pada tahun t

PM_{it} : Pengeluaran Modal perusahaan I pada tahun t

NWC_{it}: Modal Kerja Bersih Perusahaan I pada tahun t

Perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi akan membagikan dividennya kepada para investor, sehingga pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi perusahaan membagikan dividennya.

Hal tersebut sejalan dengan penelitian Djumahir (2007) yang menyatakan bahwa, *free cash flow* secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, artinya besar kecilnya arus kas bebas mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan. Berdasarkan pada telaah literatur yang menjelaskan *free cash flow*, maka hipotesis yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 4 : *free cash flow* secara parsial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Leverage dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Dunia bisnis sekarang hampir tidak ada lagi perusahaan yang semata-mata dibiayai dari modal sendiri, tetapi merupakan sesuatu yang otomatis didukung dari modal utang (Sitanggang, 2012:25). Sehingga *leverage* menggambarkan seberapa banyak aktiva perusahaan yang didanai oleh hutang. Indikator *leverage* yang digunakan yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) yang

merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang. DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Dimana semakin tinggi rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono, 2001:66) dan kemungkinan pembayaran dividen rendah. Menurut Nuringsih (2005) *Debt to equity ratio* dapat dihitung dengan rumus:

$$DebtRatio = \frac{TotalDebt}{totalAsset} \dots\dots\dots(7)$$

Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada eksternal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan signal perusahaan bagi investor. Peningkatan hutang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima.

Sedangkan menurut penelitian Darminto (2008) bahwa *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena tingkat *leverage* yang tinggi dimana manfaat perlindungan saham lebih kecil dengan biaya kepailitan menyebabkan risiko keuangan perusahaan semakin tinggi.

Berdasarkan uraian tersebut maka dalam penelitian ini dapat dirumuskan hipotesis kelima sebagai berikut:

Hipotesis 5 : *leverage* secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Growth dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen

Makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan dana di waktu mendatang untuk membiayai per-

tumbuhannya. Perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen. Wahyudi dan Baidori (2008) mengungkapkan pertumbuhan pada total asset yang besar akan menurunkan pembayaran dividen kepada pemegang saham karena pengelola perusahaan memanfaatkan laba yang diperoleh perusahaan untuk aktivitas pendanaan internal peluang investasi yang ada, sehingga semakin besar pertumbuhan pada total asset akan mengakibatkan perusahaan menurunkan pembayaran dividen.

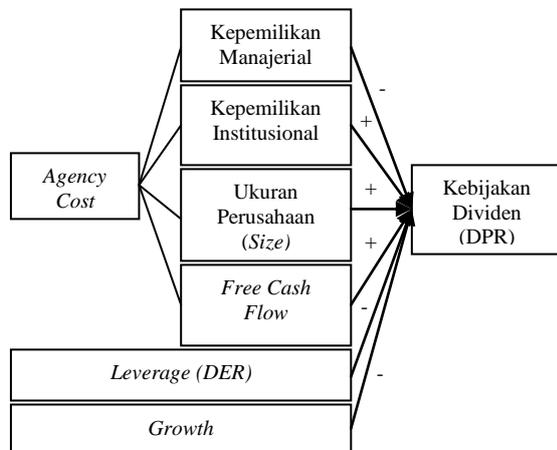
Pertumbuhan perusahaan yang tinggi lebih disukai untuk mengambil keuntungan pada investasi yang memiliki prospek yang baik. Tingkat pertumbuhan pendapatan yang tinggi mengindikasikan adanya kesempatan investasi yang tinggi yang membutuhkan pendanaan, sehingga jika perusahaan harus membayarkan dividen, perusahaan harus mencari dana dari pihak eksternal. Menurut Unzu Marietta dan Djoko Sampurno (2013) *Growth* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$Growth = \frac{Total Asset_t - Total Asset_{t-1}}{Total Asset_{t-1}} \dots\dots(8)$$

Semakin cepat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang yang digunakan untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan biasanya lebih memilih untuk menahan pendapatannya daripada membayarkan sebagai dividen. Hal tersebut sama seperti yang dikatakan dalam penelitian Kania dan Bacon (2005) bahwa *growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena perusahaan akan cenderung menahan keuntungannya untuk membiayai pertumbuhan perusahaan dibandingkan dengan membagikan dividen tersebut. Berdasarkan uraian diatas maka dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 6 : *growth* secara parsial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur.

Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria yang digunakan sebagai berikut : (1) perusahaan manufaktur yang secara berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2009-2011, (2) perusahaan yang telah menerbitkan laporan keuangan tahunan pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2011 dan yang berakhir pada 31 Desember, (3) perusahaan yang membagikan dividen pada tahun 2009-2011, (4) perusahaan yang memiliki saham kepemilikan manajerial dan institusional yang telah dipublikasikan pada ICMD.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan diperoleh jumlah populasi sebanyak 124 perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia tahun 2009 sampai dengan tahun 2011. Data yang menjadi sampel penelitian sebanyak 12 perusahaan.

Data Penelitian

Penelitian ini mengambil sampel pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah kuantitatif dengan metode dokumentasi. Dokumen yang dimaksud dalam penelitian ini adalah laporan keuangan tahunan perusahaan tahun 2009-2011. Data tersebut diperoleh di ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2011.

Sumber data dari penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data olahan dari sumber lain yang diperoleh dari studi kepustakaan, penelitian terdahulu, internet serta literatur yang menunjang penelitian ini.

Variabel Penelitian

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel *dependen* yaitu kebijakan dividen, variabel *independen* terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth*.

Definisi Operasional Variabel

Berdasarkan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, maka dapat dijelaskan definisi operasional dan pengukuran variabel sebagai berikut:

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen diukur menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) yaitu persentase besarnya dividen yang akan dibayarkan perusahaan dari total *earning* yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham yang terdapat pada rumus satu (1).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen. Kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan rumus dua (2).

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan saham oleh institusi dari luar perusahaan. Kepemilikan institusional dihitung dengan rumus tiga (3).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah skala besar kecilnya perusahaan yang dapat mempengaruhi pembagian dividen. Pengukuran perusahaan dapat dihitung dengan rumus empat (4).

Free Cash Flow

Free Cash Flow adalah kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. *Free Cash Flow* dapat dihitung dengan rumus lima (5).

Leverage

Leverage diukur dengan menggunakan *debt equity of ratio* (DER) yaitu mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap total *shareholders equity* yang dimiliki perusahaan. DER menggunakan rumus (6).

Growth

Growth adalah tingkat pertumbuhan perusahaan yang dapat mengindikasikan kesempatan investasi perusahaan. Perhitungan *growth* menggunakan rumus (7).

Alat Analisis

Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang

terdaftar di BEI periode 2009-2011 digunakan model regresi linear berganda.

Alasan dipilihnya model regresi linier berganda karena untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, untuk mengetahui pengaruh tersebut, maka berikut adalah persamaan regresinya:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e_i$$

Dimana :

Y = kebijakan dividen

α = konstanta

β = koefisien regresi

X₁ = kepemilikan manajerial

X₂ = kepemilikan institusional

X₃ = ukuran perusahaan

X₄ = *free cash flow*

X₅ = *leverage*

X₆ = *growth*

e_i = error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif bertujuan untuk memberikan penjelasan mengenai presentase dan nilai rata-rata yang digunakan dalam penelitian yang meliputi variabel dependen (Y) yaitu kebijakan dividen, dan variabel independen (X) yang digunakan adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth*. Tabel 1 berikut adalah hasil uji deskriptif :

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean
DPR	8.81	928.57	84.0273
MNG	.02	28.10	7.8817
INST	5.61	94.00	56.5792
SIZE	11.20	18.85	14.1071
FCF	-10792042.00	2984000.00	-360823.3095
DER	.09	23.75	.3526
GRWTH	-.28	.59	.0879

Sumber : ICMD, data diolah

Berdasarkan tabel 1 di atas menunjukkan bahwa rata-rata *dividen payout ratio* (DPR) perusahaan sebesar 84,03 persen. Nilai maksimal dimiliki oleh PT. Goodyear Indonesia Tbk. yaitu sebesar 928,57 persen. Sedangkan nilai terendah dimiliki oleh PT. Lionmesh Prima Tbk. sebesar 8,81 persen.

Kepemilikan manajerial sebesar 10,99 persen. Nilai tertinggi dimiliki oleh perusahaan PT. Indo Kordisa Tbk. terjadi pada tahun 2011 sebesar 28,10 persen dan nilai terendah dimiliki oleh PT. Asahimas Flat Glass Tbk. yaitu sebesar 0,02 persen.

Kepemilikan institusional memiliki rata-rata sebesar 47,21 persen. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT. Citra Turbindo Tbk. yaitu 94 persen dan nilai terendah dimiliki oleh PT. Indo Kordisa Tbk. sebesar 5,61 persen.

Ukuran perusahaan memiliki rata-rata sebesar 14,19 persen. Nilai maksimal dimiliki oleh PT. Astra International sebesar 18,85 persen yaitu Rp 153.521 milyar. Sedangkan nilai terendah dimiliki PT.

Lionmesh Prima Tbk. sebesar 11,20 persen yaitu Rp 72.831.000.000.

Free cash flow memiliki rata-rata sebesar Rp -985.428.310.000. Nilai maksimal *Free Cash Flow* tertinggi dimiliki PT Astra International Tbk. sebesar Rp 2.984 milyar. Sedangkan nilai terendah *free cash flow* dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk. yaitu sebesar Rp -10.792.042 juta.

Nilai rata-rata *leverage* adalah 1,93 persen. Nilai tertinggi dimiliki oleh PT Gudang Garam Tbk. yaitu 23,75 persen. Sedangkan nilai terendah dimiliki PT Mandom Indonesia Tbk. sebesar 0,09 persen.

Analisis deskriptif yang terakhir rata-rata *growth* 0,097 persen. Selama periode penelitian, nilai tertinggi *growth* PT Kabelindo Murni Tbk. sebesar 0,59 persen. Sedangkan perusahaan dengan nilai *growth* terendah adalah PT Unggul Indah Cahaya Tbk. yaitu sebesar -0,28 persen yang terjadi pada tahun 2009.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 2
Hasil Pengujian Uji F

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2783.430	6	463.905	0.905	.531 ^a
	Residual	4612.680	9	512.520		
	Total	7396.109	15			

Sumber: ICMD, data diolah

Berdasarkan hasil uji F pada tabel 4.5 dapat dilihat bahwa pada tabel F_{hitung} yang diperoleh sebesar 0,905 yang lebih kecil dari F_{tabel} 3,37 dengan signifikan sebesar 0,531 yang lebih besar dari $\alpha = 0,05$ maka kesimpulannya H_0 diterima, artinya kepe-

milikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth* secara simultan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 3
Hasil R Square

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.613 ^a	.376	-.039	22.63890

Sumber: ICMD, data diolah

Berdasarkan tabel 3, menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth* menjelaskan variabel kebijakan dividen sebesar R Square 0,376. Hal ini berarti besarnya pengaruh kepemilikan manajerial, kepe-

milikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth* perusahaan dapat menjelaskan variabel kebijakan dividen sebesar 37,6 persen, sedangkan 62,4 persen disebabkan oleh faktor lain diluar variabel dalam penelitian ini.

Tabel 4
Hasil Pengujian Uji t

Variabel	t Hitung	t Tabel	Signifikansi	Keterangan
MNG	-0,782	-2,22	0,454	H_0 diterima
INST	1,216	2,22	0,255	H_0 ditolak
SIZE	-0,024	2,22	0,981	H_0 diterima
FCF	-0,912	2,22	0,385	H_0 diterima
DER	-1,511	-2,22	0,300	H_0 diterima
GRWTH	-0,231	-2,22	0,439	H_0 diterima

Sumber: ICMD, data diolah

Hasil pengujian pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4, hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar -0,782 lebih besar dari t_{tabel} sebesar -2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \geq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 diterima berarti variabel kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis pada variabel kepemilikan manajerial menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, artinya perusahaan lebih cenderung membagi dividen sangat kecil, dan para manajer berupaya untuk bisa memajukan perusahaan dengan mengurangi

kepemilikan saham di dalam perusahaan sehingga tidak terjadi konflik keagenan.

Hasil dalam penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sisca Cristianty Dewi (2008), hasil pengujian menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajerial maka semakin rendah kebijakan dividen. Kania, Sharon L. Dan Bacon, Frank W. (2005), dan Darminto (2008) juga memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, menyebabkan perusahaan akan melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja perusahaan kepada para investor.

Hasil pengujian pengaruh kepemilikan instusional terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4, hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar 1,216 lebih kecil dari t_{tabel} sebesar 2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 ditolak berarti variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya, semakin tinggi kepemilikan institusional maka kebijakan perusahaan dalam membagikan laba kepada pemegang saham perusahaan akan semakin besar dan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Terdukungnya penelitian ini adalah melalui penelitian Djumahir (2009), yang menyatakan besar kecilnya jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini karena investor institusi memiliki keinginan yang berbeda dengan keinginan investor umum.

Hasil pengujian pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4, hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar -0,024 lebih kecil dari t_{tabel} sebesar 2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 diterima berarti variabel ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengujian variabel ukuran perusahaan adalah mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki asset kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan perusahaan digunakan untuk meningkatkan asset. Sedangkan perusahaan yang beraset besar apabila melakukan ekspansi akan didanai dengan menambah utang atau sahamnya untuk menjaga reputasi, perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran dividen.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sisca Christianty Dewi (2008) yang menyatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi pula dividen yang akan dibagikan.

Hasil pengujian pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4, hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar -0,912 lebih kecil dari t_{tabel} sebesar 2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \leq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 diterima berarti variabel *free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian variabel *free cash flow* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak signifikan dikarenakan arus kas operasi yang dimiliki perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersihnya, sehingga mengakibatkan dividen yang dibagikan kepada investor tidak ada.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Djumahir (2009) bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen artinya besar kecilnya arus kas bebas mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan.

Hasil pengujian pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4, hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar -1,1 lebih besar dari t_{tabel} sebesar -2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \geq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 ditolak berarti variabel *leverage* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian pada variabel *leverage* adalah mempunyai pengaruh negative tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, yang artinya perusahaan yang mempunyai hutang yang besar tidak akan membagikan dividen kepada pemegang saham, hal itu dikarenakan perusahaan lebih memilih untuk membayarkan hutang daripada membagikan dividen kepada pemegang saham.

Hasil ini berlawanan dengan pengujian Sisca Cristianty Dewi (2008) terlihat pada koefisien kebijakan hutang yang bernilai negatif dan signifikan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka semakin rendah kebijakan dividen.

Hasil pengujian pengaruh *growth* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uji t pada tabel 4.7 hasil t_{hitung} yang diperoleh sebesar -0,810 lebih besar dari t_{tabel} sebesar -2,22, hal ini berarti $t_{hitung} \geq t_{tabel}$ sehingga dapat dilihat bahwa H_0 diterima berarti variabel *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil pengujian variabel *growth* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, artinya tingkat pertumbuhan perusahaan yang rendah akan menyebabkan pembagian dividen yang rendah. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak dapat mengelola total asetnya dengan baik dan mengakibatkan keuntungan yang dihasilkan menurun. Penurunan keuntungan ini menyebabkan dividen yang dibagikan kepada para investor menjadi kecil.

Penelitian ini didukung dengan penelitian Kania, Sharon L. Dan Bacon, Frank W. (2005) yang menyatakan bahwa *growth* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka semakin kecil perusahaan membagikan labanya untuk para investor.

KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Dari penelitian yang telah dilakukan, maka terdapat beberapa hasil penelitian sebagai berikut : (1) Berdasarkan hasil uji F, maka dapat disimpulkan bahwa *agency cost*, *leverage*, dan *growth* secara simultan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. (2) Berdasarkan hasil uji t, disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash*

flow, *leverage*, dan *growth* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini masih mempunyai banyak keterbatasan. Adapun keterbatasan dalam penelitian ini sebagai berikut: (1) Jumlah sampel yang diperoleh dari hasil penelitian hanya 12 perusahaan yang masuk dalam criteria penelitian. (2) Periode penelitian hanya tiga tahun yaitu dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2011. (3) Variabel yang digunakan hanya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, *free cash flow*, *leverage*, dan *growth*. (4) Perusahaan yang digunakan terbatas pada perusahaan manufaktur.

Dengan adanya keterbatasan penelitian yang telah disampaikan dalam menggali data yang diperlukan, maka peneliti memberikan saran untuk perusahaan hendaknya lebih baik dalam mengelola keuangannya. Hal ini karena dapat memberikan pengaruh dalam pembagian dividen perusahaan, dimana besarnya dividen yang dibagikan akan berpengaruh terhadap kelangsungan perusahaan di masa yang akan datang.

Bagi investor dan calon investor, sebelum melakukan investasi, investor hendaknya memonitor faktor-faktor internal perusahaan sehingga investor mendapatkan keuntungan optimal sesuai yang diharapkan.

Bagi peneliti selanjutnya, diharapkan untuk memperpanjang periode penelitian, sehingga jumlah sampel yang didapat lebih banyak dan mampu menghasilkan penelitian yang lebih baik, disarankan untuk menambah variabel lain yang mempengaruhi kebijakan dividen, dan hendaknya membandingkan dengan jenis industri yang lain.

DAFTAR RUJUKAN

- Agus Sartono. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi ke empat, BPFE. Yogyakarta
- Brigham, Eugene F. dan Houston Joel F. 2001. *Fundamentals of Financial*

- Management*. Edisi kedelapan, buku II. Penerbit Erlangga. Jakarta
- Darminto. 2008. "Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Struktur Modal, dan Struktur Kepemilikan Saham terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Ilmu-ilmu Sosial*, vol. 20, no. 2, page 87-97.
- Dhedy S.Y. J. 2011. *Creative Accounting Mengyngkan Manajemen Laba dan Skandal Akuntansi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Djumahir. 2009. "Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, vol. 11, no.2, 144-153.
- Imam, Ghazali. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Harmono. 2009. *Manajemen Keuangan: berbasis balanced scorecard*. Bumi Aksara. Jakarta
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2009
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2010
- Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2011
- Kania, Sharon L., Bacon, Frank W. 2005. "What Factors Motivate the Corporate Dividend Decision?" *ASBBS E-Journal*, vol. 1, no.1, 97-107.
- Kartika Nuringsih. 2005. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 2, no. 2, page 103-123.
- Listyani, Theresia T. 2005. "Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol. 8, n0.1, Januari, hlm. 82-104
- Michell, Suherli dan Sofyan S. Harahap. 2004. "Studi Empiris terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen". *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, vol.4, no.3. Desember, hal: 223-245
- Sisca Christianty Dewi. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi terhadap Kebijakan Dividen*. vol. 10, no.1, 47-58.
- Sitanggang. 2012. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Penerbit Mitra Wacana Media
- Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : UPP STIM YKPN.
- Unzu Marietta, Djoko Sampurno, 2013. "Analisis Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Firm Size, Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio". *Journal of Management*. vol. 2, no. 3, hal 1
- Wahyudi, E. & Baidori, 2008. "Pengaruh Insider Ownership, Collateralizable Assets, Growth in Net Assets, dan Likuiditas terhadap kebijakan Dividen pada Perusahaan manufaktur yang Listing di Bursa efek Indonesia periode 2002-2006". *Jurnal Aplikasi Manajemen*, vol.6, no. 3, hal. 478-480