

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN HUTANG,
PROFITABILITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN**

ARTIKEL ILMIAH



Oleh :

ASRI ANINDYA MARINI

NIM : 2011310285

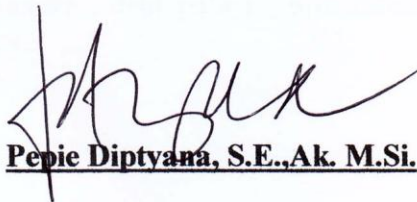
**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
SURABAYA
2015**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Asri Anindya Marini
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 29 September 1993
N.I.M : 2011310285
Jurusan : Akuntansi
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Keuangan
Judul : Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

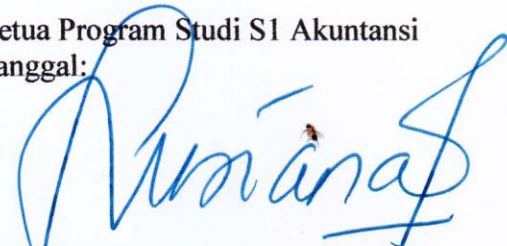
Disetujui dan diterima baik oleh:

Dosen Pembimbing
Tanggal:



Pepie Diptyana, S.E., Ak. M.Si.

Ketua Program Studi S1 Akuntansi
Tanggal:



Dr. Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si.

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEBIJAKAN HUTANG, PROFITABILITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Asri Anindya Marini

2011310285

STIE Perbanas Surabaya

Email : asrianindya.marini@gmail.com

Jl. Nginden Semolo 34-36 Surabaya

ABSTRACT

This study aimed to examine the effect of financial performance to dividend policy in companies listed on the Stock Exchange Indonesia (BEI) in the period 2009 to 2012 for the dependent variable, while the independent variables using 2010-2013. Financial performance in this study is proxied by the structure of ownership, debt policy, profitability, and the size of the company. This study uses secondary data, the data used in this study is the annual financial statements have been audited in 2009, 2010, 2011 and 2012 to calculate the ownership structure, debt policy, profitability, and the size of the company, while for calculating the dividend policy data used is the annual financial statements have been audited in 2010, 2011, 2012 and 2013. This study used multiple linear regression analysis. The results of this study indicate that managerial ownership structure have a significant effect on dividend policy and profitability also have a significant effect on dividend policy. While institutional ownership variable, debt policy and the size of the company does not have a significant effect on dividend policy.

Keywords : ownership structure , debt policy , profitability , and the size of the company on dividend policy.

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan masing – masing yang ingin dicapai. Namun, tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah mendapatkan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan maupun kegiatan insidental perusahaan. Untuk memenuhi target perusahaan, perusahaan juga mengharapkan bantuan dana dari pihak eksternal untuk mendukung kegiatan perusahaan. Pihak eksternal yang dimaksud adalah kreditur dan investor. Pihak eksternal tersebut, juga mengharapkan feed back dari perusahaan.

Jadi para investor atau pemegang saham menginginkan feed back berupa dividen.

Tujuan investor menanamkan dananya kepada perusahaan adalah untuk mendapatkan pengembalian atau *return* , yang berupa dividen maupun dalam bentuk *capital gain*. Pembagian dividen oleh perusahaan menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan tersebut, selain itu berfungsi untuk memaksimalkan harga saham perusahaan.

Dengan adanya pemberian dividen oleh perusahaan, maka perusahaan dianggap telah memenuhi kewajibannya kepada investor. Apabila dividen yang

diberikan perusahaan tinggi, maka dianggap perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, secara tersirat diatur dalam konflik keagenan antara manajemen (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Kebijakan pembayaran dividen merupakan salah satu keputusan penting yang dilakukan oleh perusahaan, karena berkaitan dengan rencana investasi perusahaan di masa yang akan datang. Rencana investasi yang dimaksudkan mengenai jumlah laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan jumlah laba bersih yang akan diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan.

Dari sisi investor, dividen merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi peningkatan pemberian dana di pasar modal. Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham.

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan, Adhi A.W. (2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan minoritas. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *Dividend Payout Ratio*. Kepemilikan saham institusi dan

kepemilikan manajerial merupakan kelompok pemegang saham mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki fungsi melakukan kegiatan *monitoring* terhadap perilaku manajer yang cenderung bersikap menguntungkan diri sendiri. Di lain sisi, kegiatan manajemen dibutuhkan untuk mencapai tujuan perusahaan, yang akan berakibat pula terhadap peningkatan pembayaran dividen perusahaan. Adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena perusahaan akan melakukan pemerataan pembayaran dividen kepada setiap pemegang saham.

Struktur kepemilikan pemegang saham, di mana insider dan institutional holding secara bersama-sama merupakan pemegang saham mayoritas, mengakibatkan lemahnya posisi pemegang saham yang benar-benar berasal dari publik yang justru berada pada posisi pemegang saham minoritas. Manajemen pada umumnya merupakan kepanjangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas. Dengan keadaan tersebut, perusahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia belum memenuhi fungsi mereka sebagai perusahaan yang menjalankan kepentingan publik. Karena porsi kepemilikan publik tidak lebih dari 30%, sehingga pemegang saham dari unsur publik (pemegang saham minoritas) tidak bisa berbuat banyak dalam hal kontrol terhadap perusahaan. Struktur kepemilikan institusional yang demikian di lingkungan perusahaan-perusahaan di Indonesia diharapkan memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dividen dibanding dengan yang kebijakan yang berkembang di Amerika yang merupakan salah satu contoh perkembangan dari pasar modal yang sudah maju dengan kepemilikan institusional yang umumnya didominasi oleh perusahaan atau institusi-institusi publik.

Dalam penelitian Nuringsih (2005) kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan

dividen di Indonesia. Sedangkan dalam penelitian Dewi (2008) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan dividen. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Baidori (2008) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional dalam penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dengan kebijakan dividen. Sedangkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2009).

Besar kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan juga tergantung dari masing - masing kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan serta pertimbangan beberapa faktor. Nuringsih (2005) menyebutkan bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat hutang atau Leverage. Perusahaan akan cenderung menahan labanya apabila hutang tinggi dan menggunakan laba tersebut yang dalam bentuk pendapatan untuk melunasi hutang terlebih dahulu, sehingga perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil. Dalam penelitian Dewi (2008) dan Pujiastuti (2008) menemukan bahwa hubungan negatif dan signifikan antara tingkat hutang dengan kebijakan dividen.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sisca (2008). Adapun perbedaan yang ada dalam penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu dilakukannya pengembangan (1) Penelitian terdahulu menggunakan lima variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan. Sedangkan penelitian ini menggunakan 4 variabel independen yaitu struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, ukuran perusahaan; (2)

Objek penelitian sebelumnya menggunakan laporan keuangan seluruh perusahaan go public yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur go public yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham yaitu keuntungan yang diperoleh setelah bunga dan pajak. Jika suatu perusahaan mendapatkan keuntungan yang semakin besar maka akan berpengaruh pada kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya juga semakin besar. Apabila perusahaan memiliki profitabilitas yang baik maka para *stakeholder* yang terdiri dari kreditur, *supplier*, dan juga investor akan melihat sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba dari penjualan dan investasi perusahaan. Semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dihasilkan oleh perusahaan.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Agency Theory

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik diantaranya (Tarjo dan Hartono 2003). Hal tersebut sering terjadi karena manager cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manager karena hal tersebut akan menambah kos bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*.

(Meckling, 2013) menyatakan bahwa hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara manajemen (agent) dengan investor (principal). Pandangan *agency theory* adalah adanya pemisahan antara pihak principal dan agent yang menyebabkan munculnya potensi konflik yang dapat mempengaruhi kualitas laba yang dilaporkan

Menurut Jensen dan Meckling (2013), dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang dalam pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut. Menurut Jensen dan Meckling (2013) *Agency Problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari seratus persen sehingga manajer bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh sebab itu manajemen biasanya akan mengeluarkan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan individu dengan cara peningkatan gaji dan status.

Teori keagenan ditekankan untuk mengatasi dua permasalahan yang dapat terjadi dalam hubungan keagenan (Darmawati, dkk 2004), yaitu : (1) masalah keagenan yang timbul pada saat keinginan atau tujuan dari principal dan agent berlawanan dan merupakan hal yang sulit bagi principal untuk melakukan verifikasi tentang apa yang benar-benar dilakukan oleh agent; (2) masalah pembagian resiko yang timbul pada saat principal dan agent memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko. Darmawati, dkk (2004), menyatakan bahwa adanya asumsi yang

mengenai sifat dasar manusia : (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi manusia mendatang (*bounded rationality*), (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*).

Masalah keagenan ini akan menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring*), biaya ikatan (*bonding*), biaya sisa (*residual loss*). Biaya pengawasan terhadap aktivitas manajer, biaya ikatan dalam meyakinkan manajer bekerja untuk kepentingan prinsipal tanpa perlu pengawasan, biaya sisa merupakan perbedaan return yang diperoleh karena perbedaan keputusan investasi antara prinsipal dan agen. Untuk mengurangi *Agency Cost* terdapat beberapa alternatif yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Kedua dengan menggunakan kebijakan hutang. Ketiga melalui peningkatan *dividen payout ratio* bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus *bonding*.

Teori Tentang Kebijakan Dividen

Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen yaitu :

1. Dividend Irrelevance Theory

Miller and Modigliani, (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, Miller and Modigliani (MM) berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva – aktivanya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan. Untuk memahami argumentasi MM bahwa kebijakan dividen adalah hal yang irelevan, sadari bahwa secara teori, setiap pemegang saham dapat membuat kebijakan dividennya sendiri.

Dalam menyusun kebijakan dividen, MM membuat sejumlah asumsi, yang khususnya mengenai tidak adanya

perpajakan dan biaya pialang. Sudah jelas, biaya pajak dan pialang memang benar – benar terjadi, sehingga teori irrelevansi MM mungkin menjadi tidak benar. Akan tetapi, MM berpedapat (dengan benar) bahwa seluruh teori – teori perekonomian didasarkan atas asumsi – asumsi yang disederhanakan, dan bahwa validitas dari suatu teori harus diuji dengan uji – uji empiris, bukannya oleh realism dari asumsi – asumsinya.

2. *Bird In The Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Hashemijoo et al (2012) mengemukakan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham (*value of stocks*) bahkan dalam pasar sempurna. Mereka beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan jauh lebih berharga daripada seribu burung di udara, yang berarti bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen pada saat ini dibandingkan dengan *capital gains* di masa yang akan datang karena masa datang bersifat tidak pasti bahkan dalam pasar sempurna.

Hashemijoo mengatakan, secara tidak langsung, investor menilai dolar dari dividen yang diharapkan lebih tinggi daripada dolar dari keuntungan modal yang diharapkan karena komponen imbal hasil dividen, D_1/P_0 , lebih tidak berisiko jika dibandingkan dengan komponen g dalam persamaan total pengembalian yang diharapkan, $K_s = D_1/P_0 + g$

Dalam Hussainey et al (2011), disebutkan bahwa walaupun teori ini banyak menuai banyak kritik dan tidak mempunyai bukti empiris yang kuat, tetapi teori ini didukung oleh dari penelitian Al-Malkawi (2007), yang menegaskan bahwa dalam dunia yang tidak pasti dan penuh dengan asimetri informasi ini, dividen dinilai berbeda dari saldo laba (*capital gain*): "Seekor burung di tangan (*dividen*) bernilai lebih dari dua di semak-semak (*capital gain*). Karena ketidakpastian arus kas masa depan, investor akan sering

cenderung memilih dividen daripada saldo laba.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini juga dikemukakan dalam Sartono (2005), berbunyi bahwa jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dividen akan berkurang.

Terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa para investor akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah ketimbang menerima pembayaran yang tinggi: (1) keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif yang mencapai angka maksimal 38,6 persen. Oleh sebab itu, investor yang kaya (ang memiliki saham lebih banyak dan menerima sebagian dividen) mungkin lebih menyukai perusahaan menahan dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnis. Pertumbuhan laba akan mengarah pada kenaikan harga saham, dan berakibat pada keuntungan modal yang pajak rendahnya akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayar sampai saham tersebut dijual. Karena adanya pengaruh nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa depan akan memiliki biaya efektif yang akan lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan sekarang. (3) Jika sebuah saham tidak akan dikenakan pajak sama sekali – para ahli waris yang menerimanya dapat menggunakan nilai saham pada saat kematian sebagai dasar harga perolehan mereka sehingga sepenuhnya terhindar dari pajak keuntungan modal.

Karena keunggulan-keunggulan di bidang perpajakan ini, para investor mungkin lebih menyukai perusahaan menahan sebagian laba mereka. Jika

demikian, investor akan bersedia untuk membayar lebih bagi perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah daripada perusahaan serupa dengan pembayaran yang tinggi.

4. Hipotesis Kandungan Informasi atau Persinyalan (*Signalling Hypothesis*)

Dividend signaling theory diperkenalkan oleh Ross (1977) kemudian dikembangkan oleh Bhattacharya (1979), serta John dan William (1985). Ross (1977) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Selanjutnya *dividend signaling theory* dikembangkan oleh Bhattacharya (1979) yaitu model yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberikan isyarat walaupun menanggung kerugian saat melaksanakannya. Membagikan kas untuk pembayaran dividen merupakan hal yang mahal, karena perusahaan harus mampu menghasilkan kas yang cukup untuk mendukung pembayaran dividen secara tetap, dan karena kas dibayarkan untuk dividen maka akan mengurangi kesempatan berinvestasi dengan NPV positif. Namun demikian bagi perusahaan yang prospeknya bagus dapat mengganti biaya ini (pembayaran dividen) melalui pengeluaran saham secara bertahap dengan harga yang semakin meningkat. Tetapi bagi perusahaan yang kurang sukses tidak dapat melakukan hal yang sama. Dengan demikian, memberikan isyarat melalui nilai dividen memberikan hasil yang positif.

John dan William (1985) juga mengembangkan teori tentang dividen

sebagai isyarat. John dan William menjelaskan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi penting untuk membentuk pendapatan perusahaan saat ini yang akhirnya menjadi dasar untuk memprediksi pendapatan-pendapatan di masa yang akan datang. Penggunaan dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa mendatang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan yang prospeknya baik yang dapat melakukan ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang tidak sukses sulit untuk meniru cara ini, karena mereka tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap perubahan dividen yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses.

5. Efek Pelanggan (*Clientele Effects of Dividends Theory*)

Teori ini muncul berawal dari pendapat Miller dan Modigliani (2007) yang menyatakan bahwa investor cenderung ke arah perusahaan yang akan memberi mereka manfaat yang diinginkan. Demikian juga, perusahaan akan menarik pelanggan yang berbeda berdasarkan kebijakan dividen masing-masing.

Kelompok atau pelanggan pemegang saham yang berbeda akan menyukai kebijakan pembayaran dividen yang berbeda-beda. Jika sebuah perusahaan menahan laba dan menginvestasikan kembali laba daripada membayarkan dividen, para pemegang saham yang membutuhkan laba saat ini akan berada dalam posisi yang kurang menguntungkan. Nilai dari saham mereka mungkin akan naik, tetapi mereka akan terpaksa harus bersusah payah menjual beberapa saham mereka untuk memperoleh kas. Di lain pihak, para pemegang saham yang menabung dan bukannya menghabiskan dividen mungkin lebih menyukai kebijakan dividen yang rendah, karena semakin kecil dividen yang

dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin kecil pajak saat ini yang harus dibayarkan oleh pemegang saham, dan semakin kecil pekerjaan yang harus mereka lakukan untuk menginvestasikan dividen setelah pajak mereka kembali. Karena itu, investor yang menginginkan laba investasi saat ini sebaiknya memiliki saham di perusahaan-perusahaan dengan pembayaran dividen yang tinggi, sedangkan investor yang tidak membutuhkan laba investasi saat ini sebaiknya memiliki saham di perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah.

Miller dan Modigliani, berpendapat bahwa satu pelanggan sama baiknya dengan pelanggan yang lain, sehingga adanya efek pelanggan tidak selalau dapat diartikan bahwa satu kebijakan dividen lebih baik daripada kebijakan yang lain Miller dan Modigliani mungkin saja salah, dan tidak ada pula yang dapat membuktikan bahwa susunan investor secara agregat dapat mengizinkan perusahaan untuk mengabaikan efek pelanggan. Masalah ini, seperti juga masalah lainnya di dalam arena dividen, merupakan masalah yang masih belum dapat dipecahkan.

6. *Agency Cost (Agency Theory) and The Free Cash Flow Theory*

Agency cost adalah biaya konflik atas kepentingan yang ada antara pemegang saham dan manajemen (Ross et al., 2008). Hal ini muncul ketika manajer bertindak sesuai dengan kepentingan mereka sendiri daripada atas kepentingan pemegang saham yang notabene adalah pemilik perusahaan. Hal ini bertentangan dengan asumsi Miller dan Modigliani (2007) yang berasumsi bahwa manajer adalah agen yang sempurna bagi pemegang saham dan tidak ada konflik kepentingan di antara mereka.

Menurut *agency theory*, dividen dapat digunakan untuk meminimalisir *agency cost*. Salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah meningkatkan pembayaran dividen. Membayar dividen yang lebih besar akan

menurunkan arus kas internal yang berkaitan dengan kebijakan manajemen dan memaksa perusahaan untuk mencari lebih banyak pendanaan eksternal. Jadi, pembayaran dividen dapat sebagai alat untuk memonitor dan mempertanggungjawabkan kinerja manajemen.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan berapa laba yang harus dibayarkan (dividen) kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali (laba ditahan). Terdapat dampak kebijakan dividen di perusahaan dalam teori kebijakan dividen. Terdapat dua pendapat mengenai preferensi investor atas dividen. Pendapat pertama menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap kemakmuran pemegang saham sedangkan yang kedua dividen relevan terhadap kemakmuran pemegang saham. Teori ketidakrelevan dividen (*dividend irrelevance*) Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa hipotesis atau pernyataan tentang kebijakan pembayaran. Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insiders memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Easterbrook, (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Struktur Kepemilikan

a). Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam

pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial, diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial (Tarjo dan Jogiyanto Hartono, 2003). Menurut S. Abdullah (2001) adalah bahwa kepemilikan saham yang dimiliki manajemen meningkat, maka manajer akan semakin berhati-hati dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, hal tersebut dapat menurunkan dividen dengan asumsi perusahaan sedang melakukan ekspansi usaha.

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham dengan tujuan untuk mensetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkatan yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi. Proksi managerial ownership menggunakan persentase kepemilikan manajer & direktur terhadap total common stock outstanding. (Chen dan Steiner 1999)

b). Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi atau lembaga lain. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan membuat kontrol eksternal terhadap perusahaan menjadi semakin ketat terhadap para manajer sehingga dapat menekan biaya agensi (*agency cost*). Perusahaan dengan tingkat *agency cost* yang rendah cenderung akan membagikan dividen dalam jumlah yang kecil (Dewi, 2008).

Kebijakan Hutang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan debt ratio. Debt ratio adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap) (Kieso et al.

2007). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan debt akan mengurangi konflik antara shareholders dan agen. Crutchley dan Hansen (1989) melihat dari perspektif keagenan, dimana pengukuran debt ini memasukkan unsur kekayaan yang dimiliki non agen atau shareholders yang bukan agen, sehingga kebijakan utang dapat dilihat dari sisi pemegang saham (Tjandra, 2005). Semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara mayoritas) maka kemampuan monitoring pemegang saham tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam monitoring dan bonding manajemen yaitu debtholders (kreditor) untuk mengurangi agency cost of equity.

Profitabilitas

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan profit (Suharli, 2007). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan.

Ukuran Perusahaan

Perusahaan besar memiliki kemudahan dalam mengakses untuk

memasuki pasar modal, sehingga perusahaan memiliki kemudahan fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana. Menurut pendapat Bambang Riyanto (1997) ukuran perusahaan dapat diartikan sebagai besar kecilnya perusahaan dilihat dari besarnya nilai *equity*, nilai perusahaan, ataupun hasil nilai total aktiva dari suatu perusahaan. Struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh besar kecilnya suatu perusahaan, semakin besar perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan untuk melakukan investasi dan kecenderungan untuk menggunakan modal asing juga akan semakin besar.

Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen

1. Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Sisca (2008) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (dividen per share) rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi dimasa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka hal ini akan menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain, penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Sedangkan Nuringsih (2005) melakukan penelitian yang salah satunya mengkaji tentang variabel – variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen. Variabel bebas yang diteliti adalah Kepemilikan Manajerial, Kebijakan

Utang, Return On Asset dan Ukuran Perusahaan. Hasil dari penelitian Nuringsih (2005) tersebut adalah Kepemilikan Manajerial dan Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap Kebijakan dividen. Selanjutnya Nuringsih (2005) juga menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan presentase kepemilikan manajerial kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Terdapat pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

2. Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic manager*, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott 2000). Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003) pada tahun 1999 Crutchley et al. Menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi kos keagenan. Hal ini berlainan dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan

(return) melalui pembagian dividen. Penelitian Crutchley et al (1999) didukung oleh Putri dan Nasir (2006) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat control eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Terdapat pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila penggunaan hutang terlalu besar dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih 2005). Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi dimasa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang. Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003) pada tahun 1992 Jensen et al menyebutkan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan dividen yang mana sebagian besar keuntungan akan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Sebaliknya pada tingkat hutang yang rendah perusahaan membagikan dividen yang tinggi sehingga sebagian besar laba digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya

dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003) peningkatan penggunaan hutang akan menurunkan tingkat konflik antar manager dan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Selain itu kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena tingkat penggunaan hutang yang relatif besar maka perusahaan akan membayar dividen yang tidak terlalu tinggi. Tindakan ini dilakukan untuk memperhatikan kepentingan kreditur dan pemegang saham (Nuringsih 2005). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Terdapat pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Nuringsih (2005) menyebutkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian Sudarsi (2002) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi laba maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan maka diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang tinggi. Sudarsi juga menyebutkan bahwa semakin besar keuntungan perusahaan maka semakin besar membayar dividennya. Berbeda dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena laba yang diperoleh perusahaan dialokasikan pada laba ditahan untuk biaya investasi sehingga membayar dividen menjadi rendah. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H4: Terdapat pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada

perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

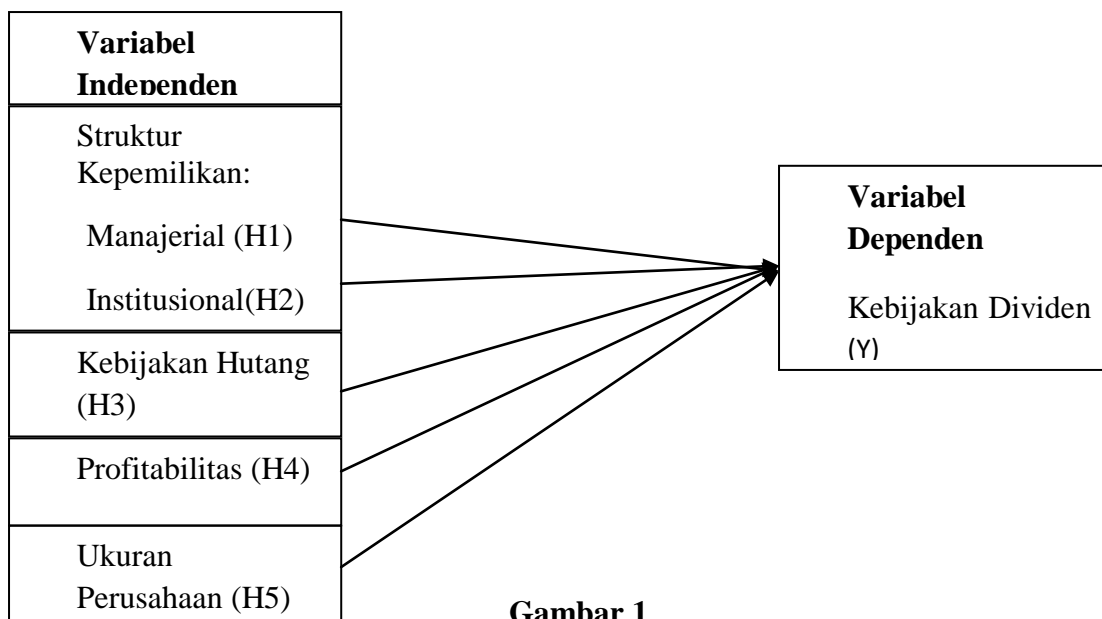
Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Hatta (2002) pada tahun 1994 Vogt mengidentifikasi bahwa ukuran atau besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan. 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 dividen yang tinggi. Sedangkan perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan. Begitu juga penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) dan Nuringsih (2005) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen yang besar kepada pemegang saham untuk menjaga reputasi dikalangan investor.

Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H5: Terdapat pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Kerangka pemikiran yang mendasari penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

METODE PENELITIAN
Klasifikasi Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang

tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2012 untuk variabel independen sedangkan periode 2010-2013 untuk variabel dependen. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria sebagai berikut : (1) Perusahaan sampel merupakan perusahaan manufaktur go public yang terdaftar di BEI tahun 2009-2012 untuk variabel independen yaitu struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Sedangkan untuk variabel dependen yaitu kebijakan dividen dimulai dari tahun 2010-2013, (2) Perusahaan sampel melakukan pembagian dividen secara 4 tahun berturut-turut dari tahun 2010-2013, (3) Perusahaan sampel memiliki laporan keuangan dengan denominasi mata uang rupiah, (4) Perusahaan sampel menyediakan laporan keuangan tahun 2009-2013, (5) Perusahaan sampel telah diaudit selama tahun 2009-2013, (6) Perusahaan sampel tidak pernah mengalami kerugian selama tahun 2009-2013, (7) Perusahaan menyajikan secara jelas struktur kepemilikan.

Dari 152 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, maka diperoleh 9 perusahaan yang menjadi sampel penelitian sesuai dengan kriteria pemilihan sampel.

Data Penelitian

Data yang digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur go public yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013. Data tahun 2009-2012 untuk variabel independen yaitu struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Sedangkan untuk variabel dependen yaitu kebijakan dividen dimulai dari tahun 2010-2013. Data yang digunakan berupa laporan keuangan yang dipublikasikan. Dan data tersebut diperoleh dari ICMD dan IDX.

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode

dokumentasi. Pengumpulan dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada tahun 2009-2012 untuk variabel independen yaitu struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Sedangkan untuk variabel dependen yaitu kebijakan dividen dimulai dari tahun 2010-2013.

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan dua variabel, yaitu variabel dependent dan variabel independent. Variabel independent merupakan variabel yang mempengaruhi variabel dependent. Dalam penelitian ini yang termasuk variabel dependent adalah kebijakan pembagian dividen. Sedangkan yang termasuk variabel independent adalah struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, ukuran perusahaan.

Definisi Operasional Variabel

Kebijakan Dividen

Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) Variabel ini dilambangkan dengan *Dive*. Variabel ini pada dasarnya mencerminkan perbandingan antara dividen dengan laba bersih perusahaan. Variabel ini diukur dengan cara melakukan pembagian antara *dividend per share* (DPS) : yaitu jumlah dividen yang dibagikan ke pemegang saham (investor) per lembarnya, dengan *earning per share* (EPS) : yaitu jumlah laba bersih perusahaan per lembar saham.

$$DIVE = \frac{\text{Dividend Earning Per Share (DPS)}}{\text{Earning Per Share (EPS)}}$$

Struktur Kepemilikan

a. Kepemilikan Manajerial

Variabel kepemilikan managerial menggunakan variabel dummy untuk menunjukkan ada tidaknya kepemilikan managerial. Mahadwartha (2002) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) mengemukakan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binomial (ada atau tidak ada) untuk itu digunakan dummy dengan ketentuan D=1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan managerial

dan $D=0$ untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan managerial.

$$Man = \frac{D_{it} + C_{it} \text{ Share}}{\text{Total Share}_{it}}$$

Man = Persentase kepemilikan managerial pada perusahaan i tahun t.

D_{it} = Jumlah kepemilikan saham dan direktur perusahaan i tahun t.

C_{it} = Jumlah kepemilikan saham oleh komisaris perusahaan i tahun t

Total Share = Total saham yang dimiliki perusahaan i dan tahun t

b. Kepemilikan Institusional

Pengukuran variabel kepemilikan institusional menggunakan prosentase saham yang diperoleh dari jumlah saham institusional dan kepemilikan oleh blockholder dibagi dengan jumlah keseluruhan saham yang beredar (Ismiyanti dan Hanafi 2003).

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Oleh Instusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang diperoleh dengan pembagian antara total hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik current liability maupun long term liability dan total asset yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih 2005).

$$\text{Hutang} = \frac{\text{Total Hutang (Hutang Jangka Panjang atau Hutang Jangka Pendek)}}{\text{Total Aset}}$$

Profitabilitas

Profitabilitas diukur dengan menggunakan Return on Asset yang diperoleh dengan cara earnings after tax yang diperoleh perusahaan dibagi dengan total asset yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih 2005).

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Aset}}$$

Ukuran Perusahaan

Penentuan Ukuran Perusahaan ini peneliti akan menggunakan log total asset. Penentuan proksi ini didasarkan bahwa

dengan menggunakan total asset maka hasilnya akan lebih akurat mencerminkan ukuran perusahaan.

Ukuran Perusahaan = *Natural Log Total Asset*

Alat Analisis

Untuk menguji hubungan antara struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen digunakan model regresi linear berganda (*multiple regression analysis*). Alasan dipilihnya model regresi linear berganda adalah untuk menguji pengaruh beberapa variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Untuk mengetahui hubungan tersebut, maka berikut adalah persamaan regresinya:

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

Dimana :

Y = *Dividend Payout Ratio*

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen

X_1 = Kepemilikan managerial

X_2 = Kepemilikan institusional

X_3 = Kebijakan hutang

X_4 = Profitabilitas

X_5 = Ukuran perusahaan

e = *The unobserved error component*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian ini, yaitu variabel kebijakan dividen, struktur kepemilikan, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Tabel 1 berikut adalah hasil uji deskriptif :

Tabel 1
Hasil Analisis Deskriptif

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std.Deviasi
Kebijakan Dividen	36	0,00	0,93	0,3528	0,21675
Kepemilikan Manajerial	36	0,00	0,10	0,0072	0,01976
Kepemilikan Institusional	36	0,52	0,95	0,6917	0,11751
Kebijakan Hutang	36	0,09	0,76	0,4815	0,20074
Profitabilitas	36	0,02	0,16	0,0868	0,04127
Ukuran Perusahaan	36	5,89	7,70	6,6107	0,50546

Sumber : Data diolah

Berdasarkan pada tabel 1 Kebijakan Dividen terendah adalah 0,00. Adapun Kebijakan Dividen tertinggi 0,93. Secara keseluruhan, rata-rata nya adalah 0,3528. Nilai rata-rata dengan nilai maksimum yang dimiliki sampel lebih jauh bila dibandingkan nilai minimumnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan sampel lebih memilih untuk membagikan dividen kepada para investor dengan harapan manajemen laba di masa yang akan datang.

Nilai Kepemilikan Manajerial terendah yaitu 0,00. Adapun Kepemilikan Manajerial tertinggi adalah 0,10. Besarnya rata-rata pada sampel yang diteliti yaitu sebesar 0,0072. Nilai rata-rata dengan nilai maksimum yang dimiliki sampel lebih jauh bila dibandingkan nilai minimumnya. Hal ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan kepemilikan manajerial bertujuan untuk mengurangi *agency cost*.

Kepemilikan Institusional tertinggi sebesar 0,95. Sedangkan Kepemilikan Institusional terendah sebesar 0,52. Besarnya rata-rata pada sampel yang

diteliti sebesar 0,6917. Nilai rata-rata dengan nilai maksimum yang dimiliki sampel lebih jauh bila dibandingkan nilai minimumnya. Artinya kepemilikan saham yang dimiliki investor dari luar perusahaan semakin berkurang.

Kebijakan Hutang tertinggi sebesar 0,76. Sedangkan Kebijakan Hutang terendah sebesar 0,09. Besarnya rata-rata pada sampe yang diteliti yaitu sebesar 0,4815. Nilai rata-rata dengan nilai maksimum yang dimiliki sampel lebih jauh bila dibandingkan dengan minimumnya. Artinya bahwa sebagian besar perusahaan sampel memilih untuk menggunakan hutang sebagai sumber dana dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Nilai Profitabilitas terendah yaitu 0,02. Adapun Profitabilitas tertinggi adalah 0,16. Besarnya rata-rata pada sampel yang diteliti yaitu sebesar 0,0868. Nilai rata-rata dengan nilai maksimum yang dimiliki sampel lebih jauh bila dibandingkan nilai minimumnya. Hal ini berarti bahwa kemampuan perusahaan

dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total aktivasnya lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja

perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar.

Hasil Analisis dan Pembahasan

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel Bebas	t hitung	Sig.	Keterangan
(Constant)			
Kepemilikan Managerial	3,118	0,004	Signifikan
Kepemilikan Institusional	-0,967	0,341	Tidak Signifikan
Kebijakan Hutang	-1,562	0,129	Tidak Signifikan
Profitabilitas	2,527	0,017	Signifikan
Ukuran Perusahaan	-0,58	0,566	Tidak Signifikan

Kepemilikan Managerial

Nilai signifikansi t pengaruh kepemilikan managerial terhadap kebijakan dividen sebesar $0,004 < 0,05$, sehingga disimpulkan kepemilikan managerial secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti peningkatan kepemilikan managerial akan meningkatkan secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil ini hipotesis pertama penelitian (H1) yang menduga terdapat pengaruh kepemilikan managerial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, dapat diterima.

Kepemilikan Institusional

Nilai signifikansi t pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen sebesar $0,341 > 0,05$, sehingga disimpulkan kepemilikan institusional secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti peningkatan kepemilikan institusional tidak menurunkan secara signifikan kebijakan dividen. Berdasarkan hal ini hipotesis kedua penelitian (H2) yang menduga terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar

di Bursa Efek Indonesia, tidak dapat diterima (ditolak).

Kebijakan Hutang

Nilai signifikansi t pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen sebesar $0,129 > 0,05$, sehingga disimpulkan kebijakan hutang secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti peningkatan kebijakan hutang tidak menurunkan secara signifikan kebijakan dividen. Berdasarkan hasil ini hipotesis ketiga penelitian (H3) yang menduga terdapat pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tidak dapat diterima (ditolak)

Profitabilitas

Nilai signifikansi t pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen sebesar $0,017 < 0,05$, sehingga disimpulkan profitabilitas secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti peningkatan profitabilitas akan meningkatkan secara signifikan kebijakan dividen. Berdasarkan hasil ini hipotesis keempat (H4) yang menduga terdapat pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen pada

perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tidak dapat diterima (ditolak).

Ukuran Perusahaan

Nilai signifikansi t pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen sebesar $0,566 > 0,05$, sehingga disimpulkan ukuran perusahaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti peningkatan ukuran perusahaan tidak menurunkan secara signifikan kebijakan dividen. Berdasarkan hasil ini hipotesis kelima (H5) yang menduga terdapat pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, tidak dapat diterima (ditolak).

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis statistik menggunakan program SPSS dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut : (1) Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. (2) Kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. (3) Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. (4) Ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berikut adalah keterbatasan penelitian ini, yaitu : Adanya data outlier yang membuat data tidak normal. Setelah dilakukan pemilihan sampel pada periode 2010 sampai dengan periode 2013, maka terpilih sampel sebanyak 36 perusahaan manufaktur.

Dengan adanya keterbatasan penelitian yang telah disampaikan diatas serta keterbatasan penelitian dalam menggali data yang diperlukan, maka peneliti memberikan saran untuk penelitian berikutnya, antara lain : (1) Dalam penelitian selanjutnya diharapkan untuk memperpanjang periode penelitian menjadi 5 tahun, sehingga jumlah sampel yang didapat lebih banyak dan mampu menghasilkan penelitian yang lebih baik.

(2) Penelitian selanjutnya diharapkan menambahkan variabel baru dalam penelitian, contoh : variabel keputusan investasi.

DAFTAR RUJUKAN

- Adhi AW, (2002), Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Asset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta.
- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat
- Dewi, S. C. (2008). pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang,profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen , Vol. 10, hlm. 47-58.
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11 No. 2 pp. 144 – 153.
- Ghozali, Imam (2011), *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Undip, Semarang.
- Hatta, Atika J. 2002. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 6, No. 2, Desember, hlm.1–22.
- Ismiyanti, Fitri dan M.M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan.Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI, Surabaya, 16–17 Oktober, hlm.260–277.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt dan Terry D. Warfield. 2011. *Intermediate Accounting*. 12 Edition, USA: Wiley International Edition.

- Listyani, Theresia T. 2005. Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol 8, No. 1, Januari, hlm.82–104.
- Mahadwartha, Putu A. dan Jogiyanto Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang, 5–6 September, hlm.635–647.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, *Return On Asset* dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995–1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli–Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103–123.
- Pujiastuti, T. 2008. Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 1, No. 2, h. 183–197.
- Putri, Imanda F. dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang, 23–26 Agustus, hlm.1–25.
- Republik Indonesia. *Kriterian Usaha Mikro, Kecil Dan Menengah Menurut UU No. 20 Tahun 2008 Tentang UMKM*. Kementerian Koperasi dan UMKM. (Online) http://www.depko.go.id/index.php?option=com_content&view=article&id=129.
- Sartono, R.A. 2005. *Manajemen Keuangan*, Edisi 3, Yogyakarta: BPF
- Siregar, Sylvia V.N.P. dan Siddharta Utama. 2005. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management). *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo, 15–16 September, hlm.475–490.
- Smith, Jay M. dan K.F. Skousen. 1992. *Akuntansi Intermediate*. Edisi 9, Jakarta: Erlangga.
- Sudarsi, Sri. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Maret.
- Tarjo dan Jogiyanto, Hartono. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, 16–17 Oktober, hlm.278–295.
- 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*, 6(3), hal. 474–482.
- Wei and Hooi Hooi. 2011. *Capital Structure of Government-Linked Companies In Malaysia*. *Asian Academy of Management Journal Of Accounting And Finance*. Vol. 7, No. 2, 137–156, 2011 : Malaysia.