

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAGERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN HUTANG, PROFITABILITAS DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

SISCA CHRISTIANTY DEWI

Trisakti School of Management

Jl. Kyai Tapa No. 20 Grogol, Jakarta 11440

siou_chiang@yahoo.com

The research examines the effect of managerial ownership, institutional ownership, leverage policy, profitability, and firm size on dividend policy. The research model uses dividend policy to reflect the agency issues and conflict of interest between agent (manager) and principal (insider and outsider shareholders). Thirty two firms were used as sample listed at Jakarta Stock Exchange, and had positive earnings after tax and shared dividen from 2002 till 2005 repeatedly. Data were analyzed using multiple regression analysis. The results show that managerial ownership, institutional ownership, leverage policy, and profitability had a negative effect on dividend policy. The big firm would increase dividend policy rather than small firm.

Keywords: Agency theory, managerial ownership, institutional ownership, leverage policy, profitability, firm size and dividend policy.

PENDAHULUAN

Wewenang dalam mengendalikan kebijakan dividen merupakan salah satu wewenang yang didelegasikan para pemegang saham kepada dewan direksi. Dividen akan dibayarkan atau tidak, bagaimana sifat dan jumlah dividen merupakan masalah yang ditentukan oleh dewan direksi. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen harus memperhatikan faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penetapan kebijakan dividen sangat penting karena berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Dalam

menentukan kebijakan dividen tidaklah mudah karena dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, nilai perusahaan dan harga saham perusahaan.

Masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan (Putri dan Nasir 2006). Pemegang saham menunjuk manager untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Dengan kewenangan yang dimiliki, manager bertindak bukan untuk kepentingan pemegang saham tetapi untuk kepentingan pribadinya sendiri. Hal itu tidak disukai oleh pemegang saham karena pengeluaran yang dilakukan oleh manager akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan dan dividen yang akan diterima pemegang saham. Perbedaan kepentingan itulah maka timbul konflik yang disebut sebagai *agency conflict*.

Dalam mengawasi dan memonitor perilaku manager, pemegang saham harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan yang disebut *agency cost*. Untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan managerial. Dengan memberikan kesempatan manager untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyelaraskan kepentingan dengan pemegang saham. Dengan keterlibatan kepemilikan saham, manager akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Selain itu dengan adanya keterlibatan kepemilikan saham, manager akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. *Agency cost* juga dapat dikurangi dengan kepemilikan institusional dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor-investor institusional. Dengan kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan terhadap kinerja managerial.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nuringsih (2005). Adapun pengembangan yang dilakukan dalam penelitian ini adalah (1) Penelitian sebelumnya menggunakan empat variabel independen yaitu kepemilikan managerial, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Sedangkan dalam penelitian ini penulis menggunakan lima variabel independen yaitu kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan; (2) Periode pengambilan data dalam penelitian sebelumnya adalah tahun 1995 sampai dengan 1996, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan data dengan cakupan periode lebih lama dan terkini yaitu dari tahun 2002 sampai dengan 2005; (3) Objek penelitian sebelumnya menggunakan laporan keuangan perusahaan manufaktur. Sedangkan penelitian ini menggunakan laporan keuangan seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

Tujuan penelitian adalah untuk mendapatkan bukti empiris (1) Apakah perusahaan dengan kepemilikan saham oleh managerial, kepemilikan saham oleh institusional, kebijakan hutang, dan profitabilitas yang semakin tinggi akan cenderung untuk menurunkan kebijakan dividen; (2) Apakah perusahaan besar cenderung untuk menaikkan kebijakan dividen daripada perusahaan kecil.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, teori keagenan, kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi uji kualitas data, uji asumsi klasik, pengujian hipotesis dan pembahasan. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, implikasi, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik di antaranya (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*.

Untuk mengawasi dan menghalangi perilaku oportunistik manager maka pemegang saham harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan tersebut, kos tersebut disebut kos keagenan (*cost agency*). Ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost* antara lain dengan meningkatkan kepemilikan managerial, dengan menggunakan kebijakan hutang dan dengan mengaktifkan pengawasan melalui investor-investor institusional.

Kepemilikan Managerial Terhadap Kebijakan Dividen

Manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih 2005). Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, dalam konteks kepemilikan saham oleh managerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen.

Menurut Nuringsih (2005) pada tahun 1995 Moh'd Rimbey dan Perry menyatakan bahwa kepemilikan managerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada tingkat kepemilikan managerial yang tinggi, manager mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal. Pada tingkat kepemilikan managerial yang rendah, manager melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja perusahaan masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan di hadapan investor.

Hal ini berlawanan dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa kepemilikan managerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar keterlibatan manager dalam kepemilikan managerial menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Sebagian besar struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga sehingga cenderung membayar dividen yang tinggi. Perilaku manager mengarah pada dividen yang relatif tinggi sebagai *return* atas kepemilikan saham.

Untuk mengurangi *cost agency* maka perusahaan perlu meningkatkan kepemilikan managerial dalam perusahaan agar manager bertindak secara hati-hati karena

mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya (Ismiyanti dan Hanafi 2003). Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manager maka semakin menurunkan kos keagenan sehingga terjadi pengurangan dividen dan menggunakan dana untuk memperluas usaha (Putri dan Nasir 2006). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁: Semakin tinggi kepemilikan saham oleh managerial maka semakin rendah kebijakan dividen.

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 manager 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 Tandellin 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 kontrol 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: Semakin tinggi kepemilikan saham oleh institusional maka semakin rendah kebijakan dividen.

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 di masa 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.

Penelitian Jensen *et al.* (1992) didukung oleh Megginson (1997) serta Chen dan Stainer (1999) yang mengatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif. 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: Semakin tinggi kebijakan hutang maka semakin rendah kebijakan dividen.

Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Nuringsih (2005) pada tahun 1990 Chang dan Ree menyebutkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian Jensen *et al.* (1992) serta Chen dan Steiner (1999) 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.

Penelitian Jensen *et al.* (1992) didukung oleh Sudarsi (2002) yang 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: Semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah kebijakan dividen.

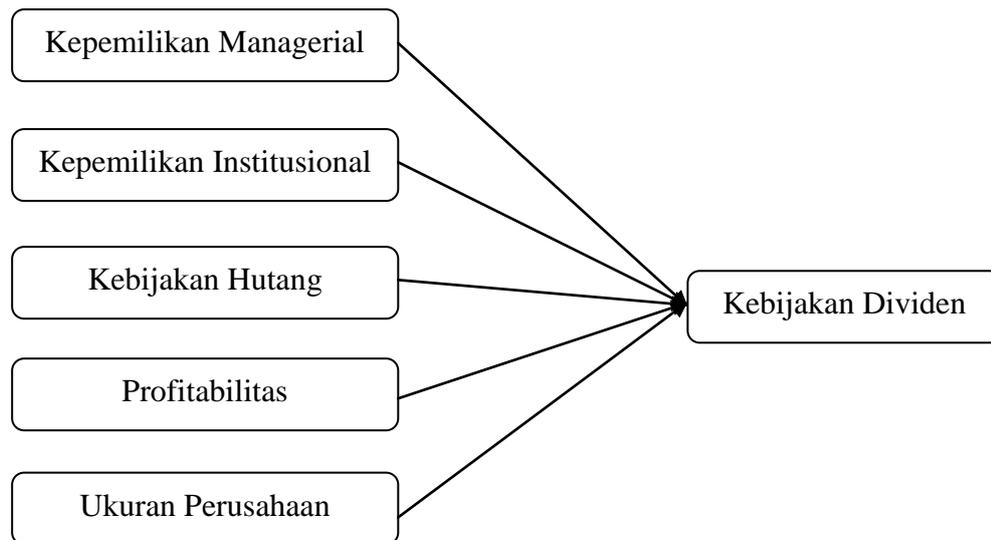
Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

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.

Penelitian Vogt (1994) juga didukung oleh Chritchley dan Hansen (1989) serta Chang dan Ree (1990) yang menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal. 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 di kalangan investor. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅: Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi kebijakan dividen. Model penelitian dapat dilihat pada gambar sebagai berikut:



Gambar 1. Kepemilikan managerial, Kepemilikan institusional, Kebijakan hutang, Profitabilitas, dan Ukuran perusahaan terhadap Kebijakan dividen

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai dengan 2005. Teknik pemilihan sampel dengan menggunakan metoda *Purpose Sampling*. Adapun kriteria yang digunakan dalam memilih sampel adalah (1) Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan yang lengkap sehingga data yang diperlukan untuk penelitian tersedia; (2) Seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai dengan 2005; (3) Perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2002 sampai dengan 2005; (4) Perusahaan yang memiliki *earnings after tax* yang positif secara berturut-turut dari tahun 2002 sampai dengan 2005.

Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitian ini adalah 32 perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang mempunyai *earnings after tax* yang positif dan membagikan dividen secara berturut-turut selama tahun 2002 sampai dengan 2005. Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel sebanyak 32 perusahaan merupakan 9,44 persen dari jumlah keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta

dari tahun 2002 sampai dengan 2005 yaitu 339 perusahaan, yang terdiri dari industri manufaktur, lembaga keuangan, *agriculture*, *mining*, jasa transportasi, dan *whole sale and retail*.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Jakarta. Pengumpulan data menggunakan metoda *pooled data*. Teknik *pooled data* menggunakan seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2002 sampai dengan 2005. Teknik *pooled data* dilakukan karena tidak banyak perusahaan di Indonesia mengeluarkan kebijakan kepemilikan managerial dan membayar dividen (Nuringsih 2005).

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Kepemilikan Managerial

Kepemilikan managerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Hatta 2002). Manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensejajarkan dengan pemegang saham. Kepemilikan managerial dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dan manager dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Nuringsih 2005).

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.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perorangan di atas 5 persen tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan insider (Agrawal dan Knouber 1996). 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).

Kebijakan Hutang

Hutang (*liability*) telah didefinisikan oleh *Financial Accounting Standards Board* (FASB) di Amerika Serikat sebagai pengorbanan manfaat ekonomi yang kemungkinan besar akan terjadi di masa mendatang akibat adanya keharusan badan usaha tertentu pada saat ini untuk mentransfer aktiva dan memberikan pelayanan kepada badan usaha lain di masa mendatang sebagai akibat dari transaksi dan peristiwa masa lalu (Smith dan Skousen 1992). Kebijakan hutang diperoleh dengan pembagian antara total hutang yang dimiliki oleh perusahaan baik *current liability* maupun *long term liability* dan total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih 2005).

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono 2000). Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisa profitabilitas ini. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan. Analisis profitabilitas memberikan bukti pendukung mengenai kemampuan perusahaan memperoleh laba dan sejauhmana keefektifan pengelolaan perusahaan (Smith dan Skousen 1992). Profitabilitas diukur dengan menggunakan *Return on Asset* yang diperoleh dengan cara *earnings after tax* yang diperoleh perusahaan dibagi dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan (Nuringsih 2005).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan diukur dari natural logaritma nilai pasar ekuitas perusahaan pada akhir tahun yaitu jumlah saham yang beredar pada akhir tahun dikali dengan harga pasar saham akhir tahun (Siregar dan Utama 2005).

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan atau keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dengan bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono 2000). Kebijakan dividen menurut Sudarsi (2002) adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

Kebijakan dividen dapat diperoleh dengan membandingkan antara *Dividen per share* dan *Earnings per share*. *Earnings per share* dapat diperoleh dengan pengurangan laba bersih dengan dividen yang dibagikan kepada pemilik saham preferen lalu dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar (Nuringsih 2005).

HASIL PENELITIAN

Uji Kualitas Data

Berdasarkan hasil uji outlier terdapat 27 data yang memiliki nilai *z score* berada diluar kisaran normal -1,96 sampai dengan +1,96 sehingga data yang dianalisis sebesar 101 data, yaitu 32 perusahaan dikalikan 4 periode pengamatan (tahun 2002 sampai 2005) dikurangi dengan 27 data. Hasil uji kualitas data dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini:

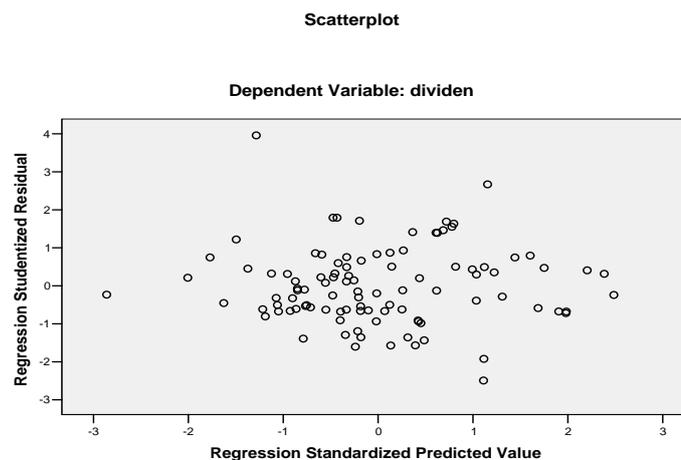
Tabel 1. Hasil uji kualitas data

Variabel	Asymp Sig (2-tailed)	Keputusan
Kepem. Managerial	0,000	Data tidak normal*
Kepem. Institusioanl	0,066	Data normal
Kebijakan hutang	0,903	Data normal
Profitabilitas	0,530	Data normal
Ukuran perusahaan	0,343	Data normal
Kebijakan dividen	0,397	Data normal

*: Kepemilikan managerial menggunakan variabel *dummy*

Uji Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik untuk menguji pemenuhan syarat regresi. Uji asumsi klasik menurut Gujarati (2003) secara umum terdiri dari (a) Normalitas, untuk mendeteksi apakah nilai residual setiap model regresi berdistribusi normal dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* yang mana nilai Z-nya tidak signifikan; (b) Heteroskedastisitas, untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan *scatter plot* antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRED) dan residualnya (SRESID). Apabila pada *scatter plot* tersebut tidak membentuk pola-pola tertentu yang beraturan atau titik-titik menyebar secara merata, maka diperkirakan tidak terjadi heteroskedastisitas; (c) Multikolinieritas, untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari *tolerance value* $\geq 0,1$ dan *variance inflation factors* (VIF) ≤ 10 (Hair *et al.* 2006); dan (d) Autokorelasi, untuk mendeteksi tidak adanya autokorelasi dapat dilihat dari pengujian *two-tailed* menghasilkan nilai *DW-statistic* yang berada pada rentang dua hingga 4-du (nilai DW-kritik). Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa semua asumsi terpenuhi kecuali untuk autokorelasi yang menunjukkan terjadi autokorelasi positif yang dapat dilihat pada Tabel 3 dan Gambar 2.



Gambar 2. Hasil uji Heteroskedastisitas

Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + B_4X_4 + B_5X_5 + e \quad (1)$$

Dalam persamaan di atas Y adalah kebijakan dividen, X_1 adalah kepemilikan managerial, X_2 adalah kepemilikan institusional, X_3 adalah kebijakan hutang, X_4 adalah profitabilitas, X_5 adalah ukuran perusahaan, dan e adalah *error term* yang merupakan variabel lain di luar model penelitian.

Statistik deskriptif dapat dilihat dalam Tabel 2 dan hasil pengujian hipotesis dapat dilihat dalam Tabel 3 berikut ini:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
Kepem. managerial	101	0	1	0,297030	0,4592288
Kepem. institusional	101	0,4253	0,9685	0,739850	0,1394085
Kebijakan hutang	101	0,0364	0,8837	0,465254	0,2189499
Profitabilitas	101	0,0062	0,2367	0,082923	0,0481864
Ukuran perusahaan	101	23,91	30,89	27,3700	1,58942
Kebijakan dividen	101	0,0483	0,7324	0,301152	0,1314500

Tabel 3. Kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen

Variabel	B	t	p-value	Tolerance	VIF
Konstanta	0,137	0,557	0,579		
Kepem. managerial	-0,059	-1,846	0,068	0,735	1,361
Kepem. institusional	-0,204	-2,006	0,048	0,799	1,251
Kebijakan hutang	-0,198	-2,672	0,009	0,610	1,639
Profitabilitas	-0,658	-2,154	0,034	0,740	1,351
Ukuran perusahaan	0,018	1,994	0,049	0,822	1,216

*Adjusted R*²: 0,072; *F*_{5,95}: 2,549 *p-value*: 0,033; *DW-statistic*: 1,475; *Kolmogorov-Smirnov Z* residual: 0,703 *p-value*: 0,353

Hasil pengujian hipotesis satu terlihat pada koefisien kepemilikan managerial yang bernilai negatif (-0,059) dan signifikan pada *p-value* di bawah 0,1 ($p=0,068$) yang terlihat pada Tabel 3 sehingga hipotesis satu terdukung. Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh managerial maka semakin rendah kebijakan dividen. Terdukungnya hipotesis satu sesuai dengan hasil penelitian Moh'd Rimbey dan Perry (1995), serta Putri dan Nasir (2006) yang memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan managerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Apabila tingkat kepemilikan managerial tinggi maka perusahaan cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal. Sedangkan tingkat kepemilikan managerial yang rendah, perusahaan melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja di masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan di hadapan investor.

Hasil pengujian hipotesis dua terlihat pada koefisien kepemilikan institusional yang bernilai negatif (-0,204) dan signifikan pada *p-value* di bawah 0,5 ($p=0,048$) yang terlihat pada Tabel 3 sehingga hipotesis dua terdukung. Hasil pengujian hipotesis satu menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh institusional maka semakin rendah kebijakan dividen. Terdukungnya hipotesis dua sesuai dengan hasil penelitian Crutchley *et al.* (1999) dan Putri dan Nasir (2006) yang memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan saham oleh institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin

kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah.

Hasil pengujian hipotesis tiga terlihat pada koefisien kebijakan hutang yang bernilai negatif (-0,198) dan signifikan pada p -value di bawah 0,5 ($p=0,009$) yang terlihat pada Tabel 3 sehingga hipotesis tiga terdukung. Hasil pengujian hipotesis tiga menunjukkan bahwa semakin tinggi kebijakan hutang maka semakin rendah kebijakan dividen. Terdukungnya hipotesis tiga sesuai dengan hasil penelitian Jensen *et al.* (1992), Megginson (1997), Ismiyanti dan Hanafi (2003), dan penelitian Nuringsih (2005) yang memberikan bukti empiris bahwa kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk 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.

Hasil pengujian hipotesis empat terlihat pada koefisien profitabilitas yang bernilai negatif (-0,658) dan signifikan pada p -value di bawah 0,5 ($p=0,034$) yang terlihat pada Tabel 3 sehingga hipotesis empat terdukung. Hasil pengujian hipotesis empat menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin rendah kebijakan dividen. Terdukungnya hipotesis empat sesuai dengan hasil penelitian Chang dan Ree (1990) dan Nuringsih (2005) yang memberikan bukti empiris bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki laba yang semakin tinggi maka perusahaan akan menggunakan laba tersebut untuk kegiatan operasi perusahaan atau untuk investasi sehingga akan mengurangi pembagian dividen.

Hasil pengujian hipotesis lima terlihat pada koefisien ukuran perusahaan yang bernilai positif (0,018) dan signifikan pada p -value di bawah 0,5 ($p=0,049$) yang terlihat pada Tabel 3 sehingga hipotesis lima terdukung. Hasil pengujian hipotesis lima menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi kebijakan dividen. Terdukungnya hipotesis lima sesuai dengan hasil penelitian Chritchley dan Hansen (1989), Chang dan Ree (1990) dan Nuringsih (2005) yang memberikan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang besar akan cenderung membagikan dividen yang tinggi untuk menjaga reputasi di kalangan investor. Sedangkan ukuran perusahaan yang kecil akan mengalokasikan laba ke laba ditahan untuk menambah aset perusahaan sehingga perusahaan cenderung membagikan dividen yang rendah.

PENUTUP

Penelitian ini mendapatkan bukti empiris bahwa (1) perusahaan dengan kepemilikan saham oleh managerial, kepemilikan saham oleh institusional, kebijakan hutang, dan profitabilitas yang semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen; (2) Perusahaan besar lebih cenderung untuk menaikkan kebijakan dividen daripada perusahaan kecil. Hasil penelitian ini dapat memberikan informasi kepada investor dalam melakukan analisis laporan keuangan yang berhubungan dengan pemberian pinjaman dan investasi dana pada suatu perusahaan. Sedangkan bagi manager keuangan dapat menjadi tambahan informasi dalam menetapkan kebijakan dividen bagi para manager yang mengelola *asset financial* dan kinerja perusahaan.

Keterbatasan penelitian ini adalah (1) Penelitian ini hanya mengambil sampel selama empat perioda pengamatan yaitu dari tahun 2002 sampai dengan 2005; (2) Penelitian ini hanya menggunakan lima variabel padahal masih banyak variabel lain yang

mempengaruhi kebijakan dividen; (3) Dalam pengujian, sampel penelitian tidak dikelompokkan berdasarkan sektor industri.

Dari beberapa keterbatasan yang dikemukakan di atas, hasil penelitian ini diharapkan dapat mendorong penelitian-penelitian berikutnya. Penelitian yang akan dilakukan berikutnya diharapkan dapat memperbaiki keterbatasan penelitian ini dengan mempertimbangkan beberapa faktor antara lain (1) Jumlah periode pengamatan penelitian diperluas agar sampel yang diperoleh lebih banyak yaitu selama 10 tahun pengamatan; (2) Variabel-variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen seperti *cash position* (Sudarsi 2002) dan risiko pasar (Ismiyanti dan Hanafi 2003); (3) Pengelompokan perusahaan berdasarkan sektor industri, seperti industri manufaktur, industri keuangan, industri transportasi, industri telekomunikasi dan sebagainya, yang diharapkan akan memberikan hasil penelitian yang berbeda.

REFERENSI:

- Gitman, L.J. 2003. *Principle of Managerial Finance*. 10 edition, USA: Addison Wesley.
- Hair, J.F., R.E. Anderson dan W.C. Black. 2006. *Multivariate Data Analysis*. Sixth Edition. New Jersey: Prentice Hall International, Inc.
- 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. 2007. *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, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli–Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103–123.
- 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.
- Sartono, R.A. 2000. *Manajemen Keuangan*. Edisi 3, Yogyakarta: BPFE.
- 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
- Wahidawati. 2002. Kepemilikan Manajerial dan *Agency Conflicts*: Analisis Persamaan Simultan *Non Liner* dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang, 5–6 September, hlm.601–623.