

**PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN : STUDI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2003-2007**



Skripsi

**Diajukan untuk Melengkapi Tugas-tugas dan Memenuhi Syarat-syarat untuk
Mencapai Gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi
Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta**

Oleh :

AGNITA DOTI WIJAYANINGTYAS

NIM. F 0305025

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SEBELAS MARET
S U R A K A R T A**

2009

HALAMAN PERSETUJUAN PEMBIMBING

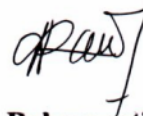
Skripsi dengan judul :

**“PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN : STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2003-2007”**

Surakarta, Mei 2009

Disetujui dan diterima oleh

Pembimbing



(Dr. Rahmawati, M.Si, Ak)

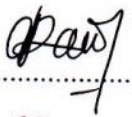
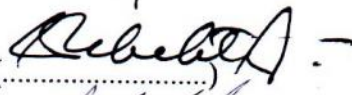
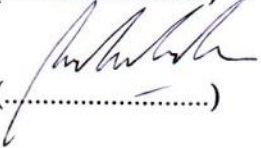
NIP. 196804011993032001

HALAMAN PENGESAHAN

Telah disetujui dan diterima dengan baik oleh tim Penguji Skripsi Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta, guna melengkapi tugas-tugas dan syarat-syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Surakarta, Juni 2009

Tim Penguji Skripsi :

- | | | |
|--|-----------------|---|
| 1. <u>Dr. Rahmawati, M.Si, Ak</u>
NIP. 196804011993032001 | Pembimbing | () |
| 2. <u>Drs. Subekti Djamaluddin, M.Si, Ak</u>
NIP. 195509161988031001 | Ketua Penguji | () |
| 3. <u>Agung Nur Probohudono, S.E, M. Si, Ak</u>
NIP. 198302042008011003 | Anggota Penguji | () |

MOTTO

Cara paling pasti untuk tidak gagal adalah bertekad

untuk sukses

(Ricard B. Sheridan)

PERSEMBAHAN

Kupersembahkan karya kecil ini untuk :

- Mama papa tersayang
- Adikku tercinta
- Seorang terkasih
- Sahabat dan teman-temanku
- Gold Generation Accounting 2005

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas limpahan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul : **“Pengaruh Biaya Keagenan dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen : Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2007”**. Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu syarat guna memperoleh gelar kesarjanaan pada Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Sebelas Maret Surakarta.

Dalam penyusunan skripsi ini penulis berusaha semaksimal mungkin untuk memberikan yang terbaik. Namun demikian penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangannya, karena banyak kesulitan dan hambatan yang harus dilalui. Tetapi berkat adanya bimbingan, dukungan, dan bantuan dari berbagai pihak, maka akhirnya skripsi ini dapat terselesaikan.

Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih atas segala bimbingan dan bantuan kepada:

1. Dr. Rahmawati, M.Si, Ak, selaku pembimbing yang telah meluangkan waktu, perhatian, dan kesabarannya dalam membimbing dan mengarahkan selama penulis menyusun hingga menyelesaikan skripsi ini.
2. Prof. Dr. Bambang Sutopo, M.Com, Ak selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta.
3. Drs. Jaka Winarna, M.Si, Ak, selaku Ketua Jurusan Akuntansi. Pak Timin atas bantuan dan kemudahan yang diberikan.
4. Drs. Hasan Fauzi, MBA., Ak., selaku Pembimbing Akademis.

5. Seluruh Bapak dan Ibu Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret Surakarta beserta seluruh staff dan karyawan yang telah memberikan ilmu, bimbingan, arahan, dan pelayanan kepada penulis.
6. Mama papa yang selalu memberikan kasih sayang, semangat, perhatian, dan doa hingga akhirnya penulis menyelesaikan skripsi ini.
7. Adekku Binar Setya Wicaksono giliranmu dua tahun lagi.
8. Ika Setiawan yang selalu memberikan perhatian, motivasi, dan kesabaran mendengarkan segala keluhan hingga akhirnya penulis menyelesaikan skripsi ini.
9. Sahabat seperjuanganku Ratna, Moniq, Fany, dan Anggi. Akhirnya kita tinggal satu langkah lagi. Our friendship never end.
10. Teman-temanku kos putri Srikandi dari depan sampai belakang, terimakasih atas dukungannya dan kebersamaan selama ini.
11. Gold Generation Accounting FE 2005.
12. Semua pihak yang membantu dalam penulisan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu per satu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan. Oleh karena itu kritik dan saran sangat penulis harapkan. Akhir kata, semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat dan masukan bagi semua pihak yang berkepentingan.

Surakarta, Mei 2009

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN COVER	i
LEMBAR PERSETUJUAN	ii
LEMBAR PENGESAHAN	iii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	iv
KATA PENGANTAR	v
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
ABSTRAKSI	xiv
ABSTRACT	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang	1
B. Perumusan Masalah	6
C. Tujuan Penelitian	7
D. Manfaat Penelitian	7
E. Sistematika Pembahasan	8
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	9
A. Landasan Teori	9
1. Biaya Keagenan (<i>Agency Cost</i>)	9

2.	Dispersi Kepemilikan Saham (<i>Dispersion Shareholder</i>) ..	12
3.	Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flow</i>)	13
4.	Struktur Kepemilikan	14
	a. Kepemilikan Manajerial	15
	b. Kepemilikan Institutional	17
5.	Kebijakan Dividen	18
B.	Kerangka Teoritis	20
C.	Penelitian Terdahulu	21
D.	Pengembangan Hipotesis	24
BAB III	METODOLOGI PENELITIAN	28
A.	Desain Penelitian	28
B.	Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	29
C.	Data dan Metode Pengumpulan Data	30
D.	Variabel Penelitian dan Pengukurannya	31
E.	Teknik Analisis	33
	1. Model Persamaan	33
	2. Metode Analisis Data	36
BAB IV	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	40
A.	Pengumpulan Data dan Penentuan Sampel	40
B.	Statistik Deskriptif	40
C.	Pengujian Asumsi Klasik	42
	1. Uji Normalitas	42
	2. Uji Multikolineritas	43

3. Uji Autokorelasi	45
4. Uji Heteroskedastisitas	46
D. Pengujian Hipotesis	47
1. Analisis Regresi Linier Berganda	48
2. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)	52
3. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	52
4. Goodness of Fit Test (Uji Koefisien Determinasi)	53
BAB V PENUTUP	54
A. Kesimpulan	54
B. Keterbatasan	56
C. Implikasi	57
1. Implikasi Teoris	57
2. Implikasi Praktik	57
D. Saran	58

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel III.1 Kriteria Pengambilan Sampel	30
Tabel IV.1 Sampel Penelitian	40
Tabel IV.2 Statistik Deskriptif	41
Tabel IV.3 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov.....	43
Tabel IV.4 Hasil Uji Multikolinieritas	44
Tabel IV.5 Hasil Uji Autokorelasi	45
Tabel IV.6 Hasil Uji Heteroskedastisitas	46
Tabel IV.7 Hasil Analisis Regresi	48

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar II.1 Gambar Kerangka Teoritis	20

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Daftar Perusahaan Sampel	63
Lampiran 2 Statistik deskriptif	64
Lampiran 3 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov.....	65
Lampiran 4 Hasil Uji Heteroskedastisitas	66
Lampiran 5 Hasil Uji Multikolinieritas	67
Lampiran 6 Hasil Uji Autokorelasi	67

**PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN : STUDI PADA PERUSAHAAN
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2003-2007**

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah : (1) untuk menguji pengaruh antara biaya keagenan terhadap kebijakan dividen, dan (2) untuk menguji pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini berdasarkan pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mollah *et al* (2002) dan Kouki dan Guizani (2009).

Penelitian ini berfokus pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2003-2007. Data penelitian ini diperoleh dari ICMD (*Indonesian Stock Market Directory*) dan/atau laporan keuangan yang diterbitkan oleh JSX (www.jsx.co.id) dan juga pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi UNS. Metode yang digunakan untuk mengambil sampel dari populasi yaitu menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh 164 observasi. Untuk menguji pengaruh antara biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen menggunakan model regresi *Ordinary Least Square*.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rasio aliran kas bebas menunjukkan korelasi signifikan dan positif. Hasil penelitian ini mendukung dengan hipotesis penelitian sebelumnya yaitu penelitian oleh Mollah *et al* (2002); Kouki dan Guizani (2009). Selanjutnya, hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berkorelasi signifikan dan negatif. Hal tersebut mendukung dengan hipotesis kepemilikan manajerial oleh Mollah *et al* (2002). Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian sebelumnya oleh Rozeff (1982); Demsetz dan Lehn (1993); Haryono (2005). Variabel aktiva yang dapat dijamin menunjukkan berhubungan signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut tidak konsisten dengan hipotesis aktiva yang dapat dijamin oleh Mollah *et al*. (2002). Variabel dispersi kepemilikan saham dan kepemilikan institutional ditemukan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kesimpulannya, faktor yang lebih berpengaruh terhadap biaya keagenan adalah aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijamin dan kepemilikan manajerial.

Kata kunci : Biaya Keagenan, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional

**THE INFLUENCE OF AGENCY COST AND OWNERSHIP STRUCTURE
FOR DIVIDEND POLICY : STUDY IN THE MANUFACTURING
COMPANIES AT JAKARTA STOCK EXCHANGE FOR PERIOD 2003-2007**

ABSTRACT

The purposes of this research are : (1) to examines the influence of agency cost for dividend policy, and (2) to examines the influence of ownership structure for dividend policy. This study based on the previous study by Mollah et al (2005) and Kouki and Guizani (2009).

This research is focused on manufacturing companies listed in Indonesian Stock Market for periode 2003-2007. This research data are collected from ICMD (Indonesian Stock Market Directory) and/or annual report which published by JSX (www.jsx.co.id) and also “pojok Bursa Efek Indonesia” (Indonesian Stock Exchange corner) Economic Faculty UNS. Purposive sampling method is used to collecting data and 164 observations are collected. Ordinary Least Square regression model employs to examines the influence of agency cost and ownership structure for dividend policy.

The result of this research shows that free cash flow ratio to be significant and positive correlation. This study support the hypothesis previous research such as Mollah et al (2002); Kouki and Guizani (2009). Furthermore, the result also shows that insider ownership to be significant and negative correlation. These result support Mollah et al’s (2002) insider ownership hypothesis. This study also support the previous research such as Rozeff (1982); Demsetz and Lehn (1993; Haryono (2005). Collateralizable assets to be significant and negative correlation with dividend policy. These result not support Mollah et al’s (2002) collateralizable assets hypothesis. Dispersion of ownership and institutional ownership there is no significant correlation with dividend policy. In conclusion, the more influential factors of agency cost are free cash flow, collateralizable assets, and insider ownership.

Keywords : Agency Cost, Dividend Policy, Insider Ownership, Institutional Ownership

BAB I

PENDAHULUAN

Penelitian ini membahas mengenai biaya keagenan dan struktur kepemilikan dan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Pada bab I berikut ini akan dijelaskan mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika pembahasan.

A. Latar Belakang Masalah

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji pengaruh adanya biaya keagenan dalam hal ini mengenai dispersi kepemilikan, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dijaminan dan struktur kepemilikan (kepemilikan saham oleh manajerial dan kepemilikan saham institusional) terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Perusahaan dipandang sebagai kumpulan kontrak antara pihak manajer serta pemegang saham. Manajer yang ditunjuk oleh pemegang saham ditugaskan untuk mengelola perusahaan. Namun kenyataannya kepentingan manajer serta pemegang saham seringkali tidak sejalan.

Setiyono (2006) menjelaskan bahwa dalam perusahaan sering terjadi permasalahan keagenan (*agency conflict*) yang ditunjukkan sebagai perbedaan kepentingan antara manajemen (agen) dan pemegang saham. Pertentangan ini muncul akibat dari kemungkinan manajer membuat keputusan pendanaan atau struktur modal ataupun pemilihan proyek investasi yang tidak optimal dari sudut pandang pemegang saham. Perilaku manajer ini akan membahayakan kepentingan pemegang saham

kerena memungkinkan *return* yang diterima pemegang saham tidak maksimal. Untuk itu manajemen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan terbaik pemegang saham. Oleh sebab itu, manajemen wajib mempertanggungjawabkan semua upayanya kepada pemegang saham. Konflik antara pihak manajemen serta pemegang saham ini dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan yang terkait. Oleh karena adanya mekanisme pengawasan inilah menyebabkan munculnya suatu kos yang disebut biaya keagenan (*agency cost*).

Dalam kaitannya dengan kepemilikan terdapat dua masalah keagenan, yaitu masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham (Siswanti 2005) dan masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas (Shleifer dan Vishny 1997 dalam Tarjo 2008). Masalah keagenan pertama terjadi apabila kepemilikan saham tersebar, sehingga pemegang saham secara individual tidak dapat mengendalikan manajemen. Akibatnya perusahaan bisa dijalankan sesuai keinginan manajemen itu sendiri. Masalah keagenan kedua terjadi jika terdapat pemegang saham mayoritas (konsentrasi kepemilikan), sehingga terdapat pemegang saham mayoritas yang dapat mengendalikan manajemen atau bahkan menjadi bagian dari manajemen itu sendiri. Akibatnya pemegang saham mayoritas memiliki kendali mutlak dibanding pemegang saham minoritas, sehingga pemegang saham mayoritas bisa melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya, tetapi kemungkinan merugikan pemegang saham minoritas (Tarjo, 2008).

Menurut teori keagenan untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance=GCG*). *Corporate*

Governance (CG) merupakan suatu mekanisme yang digunakan pemegang saham dan kreditor perusahaan untuk mengendalikan tindakan manajer (Dallas 2004 dalam Nuryaman 2008). Mekanisme tersebut dapat berupa mekanisme internal yaitu; struktur kepemilikan, struktur dewan komisaris, kompensasi eksekutif, struktur bisnis multidivisi, dan mekanisme eksternal yaitu; pengendalian oleh pasar, kepemilikan institusional, dan pelaksanaan audit oleh auditor eksternal (Babic 2001 dalam Nuryaman 2008). Penelitian Ang *et al.* (1999) dalam Faizal (2004) memberikan bukti terhadap hubungan antara struktur kepemilikan dengan biaya keagenan yang diukur dari pemanfaatan aktiva dan beban operasi. Mereka menyatakan bahwa biaya keagenan pada perusahaan dengan manajemen yang berasal dari luar (*outsider*) relatif lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan manajemen sendiri (*owned managed*). Rofiqoh dan Jatiningrum (2004) dalam Haryono (2005) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang semakin menyebar antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional investors* dan *shareholders dispersion* dapat mengurangi biaya keagenan alasannya dengan kepemilikannya akan mampu mendukung aktifitas dan kebijakan manajemen. Kepemilikan *institutional investors* seperti perusahaan asuransi, bank, dan institusi lainnya mendorong peningkatan efektifitas *monitoring* kinerja manajemen.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Bathala *et al.* 1994 dalam Haryono 2005). Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kesejahteraan pemegang saham karena dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai *return* atau keterlibatan mereka

sebagai *supply capital* (Nuringsih, 2005). Perusahaan dianggap memiliki kinerja bagus jika perusahaan mampu membayar dividen lebih tinggi dari yang diharapkan pemegang saham (Brigham, 1995). Investor lebih cenderung menginginkan *return* yang didapatkan akan meningkat. Oleh karena itu, investor memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi seberapa besar tingkat pengembalian investasi mereka. Keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba yang diperoleh sebaiknya tidak seluruhnya dibagikan sebagai dividen tetapi harus ditahan sejumlah tertentu untuk mendanai investasi perusahaan. Hal ini masih dipermasalahkan oleh pihak manajemen serta pemegang saham. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dibuat oleh manajemen memerlukan banyak pertimbangan, baik yang menyangkut kepentingan intern perusahaan maupun investor.

Kebijakan dividen merupakan salah satu hal yang penting bagi para pemegang saham dalam melakukan suatu investasi. Keputusan kebijakan dividen juga merupakan komponen yang fundamental dalam kebijakan perusahaan dan menjadi *issue* menarik dalam *financial literatur*. Penentuan jumlah dividen yang tepat merupakan tugas yang sulit yang harus dilakukan oleh manajemen keuangan. Menurut Kallapur dan Trombley (1999) kebijakan dividen dikonfirmasi melalui *dividend payout ratio* dan *dividend yield*. Yang mana,

- a. *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas.
- b. *Dividend Yield Ratio* menunjukkan perbandingan dividen per lembar saham yang bagikan dengan harga pasar saham.

Hubungan antara kebijakan dividen dan biaya keagenan menjadi pengembangan baru dalam teori perusahaan mengenai permasalahan bagaimana kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan hasilnya menyatakan bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*. Bathala *et al.* (1994) dalam Haryono (2005) menambahkan cara yang dapat ditempuh untuk mengurangi biaya keagenan yaitu dengan peningkatan *insider ownership*, meningkatkan *dividend payout ratio*, peningkatan pendanaan dengan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen, *institutional investors* sebagai *monitoring agents*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Mollah *et al.* (2000) yang meneliti pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Dhaka Stock Exchange*. Hasil penelitiannya yaitu kebijakan dividen dipengaruhi secara positif oleh dispersi kepemilikan saham, aktiva yang dapat dijamin dan rasio aliran kas bebas. Disamping itu, kebijakan dividen dipengaruhi secara signifikan negatif oleh kepemilikan saham oleh *insider*. Kesimpulannya, ada pengaruh biaya keagenan pada kebijakan dividen di dalam *emerging market*.

Berbeda dengan penelitian Mollah *et al.* (2000), penulis menambahkan variabel kepemilikan institusional seperti yang digunakan oleh Kouki dan Guizani (2009). Hal ini dilakukan untuk mengetahui variabel-variabel apakah yang lebih berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Perbedaan lainnya adalah pada sampel dan periode yang digunakan. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdapat di Bursa Efek Indonesia pada periode 2003-2007. Penelitian ini

diharapkan untuk memperluas bidang penelitian dan dapat memberikan bukti empiris mengenai pengaruh biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. Oleh karena itu, penelitian ini cukup menarik dilakukan untuk melihat bagaimana pengaruh kebijakan dividen pada perusahaan *go public* di Indonesia khususnya pada perusahaan manufaktur.

Berdasarkan uraian-uraian di atas, peneliti akan melakukan penelitian dengan judul **Pengaruh Biaya Keagenan dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen : Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2007.**

B. Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka permasalahan yang dimunculkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut ini.

1. Apakah ada pengaruh positif antara biaya keagenan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2003 – 2007?
2. Apakah ada pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2003 – 2007?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini antara lain sebagai berikut ini.

1. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh biaya keagenan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2003 – 2007
2. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2003 – 2007

D. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian ini bagi pihak – pihak yang terkait adalah sebagai berikut ini.

1. Bagi Praktisi

Dapat memberikan informasi mengenai faktor apa saja yang perlu dipertimbangkan oleh investor sebagai dasar dalam pengambilan keputusan investasi sehubungan dengan tingkat pengembaliannya.

2. Bagi Akademisi

Dapat memberikan bukti empiris mengenai hubungan antara biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen, khususnya bagi perusahaan manufaktur di Indonesia serta dapat memberikan tambahan informasi dan pengetahuan bagi peneliti selanjutnya.

E. Sistematika Pembahasan

- Bab I : Pendahuluan
- Dalam bab ini diuraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika pembahasan.
- Bab II : Tinjauan Pustaka
- Dalam bab ini diuraikan tinjauan pustaka yang memuat landasan teori yang terkait dengan topik penelitian, penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis, serta kerangka teoritis.
- Bab III : Metodologi Penelitian
- Berisi tentang desain penelitian, populasi, sampel, dan teknik *sampling*, variabel penelitian dan pengukurannya, dan metode analisis data yang terdiri dari pengujian data dan pengujian hipotesis.
- Bab IV : Analisis Data
- Bab ini menguraikan hasil pengumpulan data, statistik deskriptif, dan pengujian hipotesis.
- Bab V : Penutup
- Berisi tentang kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian, implikasi penelitian, dan saran bagi peneliti selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Setelah membahas pendahuluan di Bab I, selanjutnya pada Bab II ini akan menguraikan mengenai landasan teori, kerangka teoritis, serta penelitian terdahulu dan pengembangan hipotesis berdasarkan penelitian ini.

A. Landasan Teori

Landasan teori disini akan menjelaskan mengenai definisi biaya keagenan, struktur kepemilikan, aliran kas bebas, dan kebijakan dividen.

1. Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Teori keagenan berusaha untuk menjawab masalah keagenan yang terjadi jika pihak-pihak yang saling bekerja sama memiliki tujuan-tujuan yang berlawanan. Siswanti (2005) menyatakan bahwa dalam konteks manajemen keuangan, konflik keagenan utama yang terjadi dalam perusahaan merupakan hubungan antara (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) antara manajer, pemegang saham dan *debtholder*/kreditor.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hubungan keagenan mendeskripsikan pemegang saham atau pemilik (*principal*) dan manajemen (*agent*) yang mengelola harta pemegang saham. Manajemen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham yang mana manajemen diberi hak untuk membuat keputusan.

Konflik keagenan ini timbul karena terjadi pemisahan antara fungsi pengelolaan dan kepemilikan (Santoso, 2004). Agen sebagai pengendali

perusahaan pasti memiliki informasi yang lebih baik daripada pemegang saham. Di samping itu, karena verifikasi sangat sulit dilakukan, maka tindakan agen pun sangat sulit untuk diamati. Dengan demikian, membuka peluang agen untuk memaksimalkan kepentingan sendiri dengan melakukan tindakan yang bersifat *opportunistic* atau mementingkan kepentingan pribadi yang dapat merugikan pemegang saham, baik memanfaatkan aset perusahaan untuk kepentingan pribadi, perekrutan kinerja perusahaan, maupun mangkir kerja (Sukartha, 2007). Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajemen tersebut, karena akan menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang diterima (Wahidahwati, 2002). Oleh karena itu, kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham bertentangan. Hal ini yang dinamakan dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik antara pihak manajemen serta pemegang saham ini dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyejajarkan kepentingan yang terkait. Oleh karena adanya mekanisme pengawasan inilah akan menimbulkan biaya yaitu biaya keagenan (Wahidahwati 2002; Haryono 2002; Sulistyanto 2004 dalam Haryono 2005).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa biaya keagenan merupakan jumlah dari (1) biaya pengawasan oleh pemegang saham yang dirancang untuk membatasi aktivitas-aktivitas yang menyimpang yang dilakukan oleh agen, (2) biaya *bonding* oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak akan bertindak yang dapat merugikan prinsipal dan (3) kerugian residual (*residual loss*). Haryono (2005) menambahkan bahwa biaya pengawasan tersebut

merupakan biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham untuk mengawasi aktivitas dan perilaku manajer antara lain menempatkan para komite penasehat seperti auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan dan premi asuransi untuk melindungi *asset* perusahaan. Fama dan Jensen (1983) dalam Haryono (2005) menyatakan mekanisme *monitoring* dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli (*decision expert*) yang tidak dibiayai oleh perusahaan dan tidak berada di bawah pengawasan dari manajemen, sehingga memonitor manajemen secara lebih efektif. Biaya *bonding* yang ditanggung manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan. Sedangkan *residual loss* adalah biaya yang ditanggung pemegang saham untuk mempengaruhi keputusan manajer supaya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan, antara lain :

- a. meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling 1976; Sartono 2001; Crutchley dan Hansen 1989). Analisisnya menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan,
- b. meningkatkan *dividend payout ratio* (Ros 1977 dan Leland dan Pyle 1977 dalam Wahidahwati 2002; Bathala *et al.* 1994 dalam Haryono 2005; Easterbrook 1984; Cruthley dan Hansen 1989; DeAngelo *et al.* 2004; Sartono 2001). Akibatnya adalah manajemen harus mencari dana dari luar untuk melakukan investasi. Penelitian mereka

- menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi aliran kas perusahaan akibatnya perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan.
- c. meningkatkan pendanaan utang (Sartono, 2001). Penurunan utang dapat menurunkan besarnya konflik antar pemegang saham dengan manajemen,
 - d. *institutional investor* dan *shareholders dispersions* sebagai pihak yang memonitoring agen (Moh'd, *et al.* 1998 dalam Wahidahwati 2002; Bathala *et al.* 1994 dalam Haryono 2005) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti *institutional investor* dapat mengurangi biaya keagenan karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, dan
 - e. menggunakan *Free Cash Flow* untuk membayar dividen kas (Jensen 1986 dalam Faqih 2004) sehingga menghindari manajemen untuk melakukan tindakan demi kepentingan pribadi seperti ruang kantor mewah, biaya perjalanan kelas 1, dan kepentingan pribadi lainnya yang dibiayai perusahaan.

2. Dispersi Kepemilikan Saham (*Shareholder Dispersion*)

Dispersi kepemilikan saham merupakan pemegang saham yang memiliki saham di banyak perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam Hariyanto (2004) menyatakan bahwa jika pemegang saham semakin menyebar, maka konsentrasi kepemilikan saham akan terpisah dalam persentase yang kecil

sehingga yang menyebabkan kekuatan pemegang saham untuk mengontrol manajer menjadi rendah. Kesulitan dalam melakukan kontrol ini juga akan menimbulkan masalah keagenan terutama karena adanya asimetrik informasi.

3. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap (Ross *et al.*, 2000). Sartono (2001) mendefinisikan aliran kas bebas adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedianya kesempatan investasi yang *profitable*. Sedangkan Padgett dan Wang dalam Rohmana (2008) mendefinisikan aliran kas bebas adalah kas dari laba operasi setelah menahan sebagian laba tersebut sebagai aset dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas hutang dan ekuitasnya.

Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak. Masalah keagenan muncul terutama apabila perusahaan menghasilkan aliran kas bebas yang sangat besar. Jensen (1986) menyatakan bahwa bila perusahaan mempunyai aliran kas bebas, biasanya manajer mendapatkan tekanan dari pemegang saham, mengindikasikan besarnya perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada nilai perusahaan. Bila manajer lebih mengutamakan nilai perusahaan berarti manajer mengutamakan kesejahteraan pemegang saham.

Hal itu juga diungkapkan oleh Tarjo dan Jogianto dalam Rohmana (2008) yang menyatakan bahwa konflik keagenan akan berputar pada penggunaan aliran kas bebas yang ada di dalam perusahaan. Manajer ingin aliran kas bebas ini digunakan untuk membiayai investasi yang ada di perusahaan dengan alasan akan mendatangkan laba di masa yang akan datang. Laba tersebut dapat digunakan untuk menambah insentif bagi manajer baik dalam bonus maupun *return* karena manajer juga memiliki saham di perusahaan. Pemegang saham menginginkan aliran kas bebas dibagikan kepada pemegang saham untuk meningkatkan kesejahteraan melalui dividen.

Inti dari teori aliran kas bebas terletak pada masalah agensi pada manajer dan pemegang saham atas distribusi aliran kas bebas yang dihasilkan oleh pemisahan kas.

4. Struktur Kepemilikan

Corporate Governance (CG) merupakan suatu mekanisme yang digunakan pemegang saham dan kreditor perusahaan untuk mengendalikan tindakan manajer yang meliputi mekanisme internal dan eksternal (Dallas 2004 dalam Nuryaman 2008). Mekanisme internal yaitu: struktur kepemilikan, struktur dewan komisaris, kompensasi eksekutif, struktur bisnis multidivisi. Sedangkan mekanisme eksternal yaitu: pengendalian oleh pasar, kepemilikan institusional, dan pelaksanaan audit oleh auditor eksternal (Babic 2001 dalam Nuryaman 2008).

Struktur kepemilikan (*ownership structure*) merupakan komposisi modal antara hutang dan ekuitas termasuk juga proporsi antara kepemilikan saham

inside shareholders dan *outside shareholders* (Haryono, 2005). Struktur kepemilikan yang menyebar luas umumnya hanya terdapat di Amerika Serikat dan Inggris. Di negara-negara maju lainnya dan negara-negara yang sedang berkembang, umumnya perusahaan masih dikendalikan oleh keluarganya (Siregar dan Utama, 2005). Struktur kepemilikan dibagi dalam 2 kelompok utama yaitu struktur kepemilikan manajerial (MNJ) serta struktur kepemilikan institusional (INST).

a. Kepemilikan Manajerial (*Insider Ownership*)

Kepemilikan manajerial atau disebut juga dengan *insider ownership* merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan didalam perusahaan dan mengendalikan kepentingan dalam perusahaan, misalnya direktur, komisaris, eksekutif dan koperasi perusahaan (Wahidahwati 2001; Fuad 2005; dan Ediningsih 2008). Hartoro dan Dorkas (2007) mengungkapkan bahwa ada dua jalan menjadi *insider* yaitu (1) pihak manajemen membeli atau memberi sebagian saham perusahaan, dan (2) apabila manajemen sekaligus pemilik 100% perusahaan menjual sebagian porsi kepemilikannya kepada *public*. Tujuan utama manajemen adalah memaksimalkan kekayaan pemegang saham, hal ini berarti memaksimalkan harga saham perusahaan namun tindakan memaksimalkan harga saham tersebut juga akan meningkatkan kesejahteraan sosial (Brigham dan Houston, 2001:31).

Masalah keagenan potensial terjadi dalam perusahaan apabila manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan dengan konsekuensi

potensial terjadi konflik keagenan (Sartono, 2001). Oleh karena itu, salah satu pendekatan untuk mengurangi biaya keagenan yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Ditegaskan oleh Ujiyantho dan Pramuka (2007) yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan.

Kepemilikan *insiders* merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan mengelola hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan yang pada akhirnya akan meningkatkan kesejahteraan seluruh pemegang saham. Rozeff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dapat dikatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen yang tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga perlu peningkatan dividen.

Masalah-masalah keagenan dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan oleh beberapa beberapa peneliti mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada

kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya pengendalian yang mereka miliki. Hal itu sependapat dengan Murphy; Jensen dan Murphy; dan Smith dan Waits dalam Sukartha (2007). Mereka menjelaskan bahwa kompensasi tetap berupa gaji, tunjangan dan bonus terbukti dapat digunakan sebagai sarana untuk menyamakan kepentingan manajerial dengan pemegang saham.

b. Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun, dan institusi lainnya mendorong peningkatan efektifitas *monitoring* terhadap kinerja manajemen (Wahidahwati 2005; Rofiqoh dan Jatiningrum 2004 dalam Haryono 2005). Adanya kepemilikan oleh investor-investor institusional tersebut akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*.

Monitoring agents memainkan peranan secara aktif dan konsisten di dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan di dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kesejahteraan pemegang saham (Sulistyanto 2004 dalam Haryono 2005). Moh'd, et al (1998) dalam Wahidahwati (2002) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti *institutional investor* dapat mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung dan sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Dengan adanya investor institusional akan

mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

5. Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Dividen merupakan laba ditahan yang dibagikan kepada para pemegang saham berdasarkan prosentase kepemilikannya. Nuringsih (2005) menambahkan bahwa dividen juga dapat dikatakan sebagai keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai *return* atas keterlibatan mereka sebagai *supply capital*. Dividen yang dibagi dapat berbentuk uang tunai, aktiva selain kas dan saham sendiri, saham baru. Besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham ditentukan oleh kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut tentang keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan seharusnya dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas dan pembelian kembali saham atau laba tersebut sebaiknya ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembelanjaan investasi di masa datang (Sartono, 2001).

Kebijakan dividen menurut Brigham dan Houston (2006:112) menyangkut tiga masalah, antara lain sebagai berikut ini.

- a. Berapakah bagian dari laba yang sebaiknya didistribusikan.
- b. Apakah sebaiknya distribusikan tersebut disampaikan dalam bentuk dividen tunai atau pembelian saham.
- c. Apakah sebaiknya perusahaan tetap mempertahankan tingkat pertumbuhan dividen yang stabil.

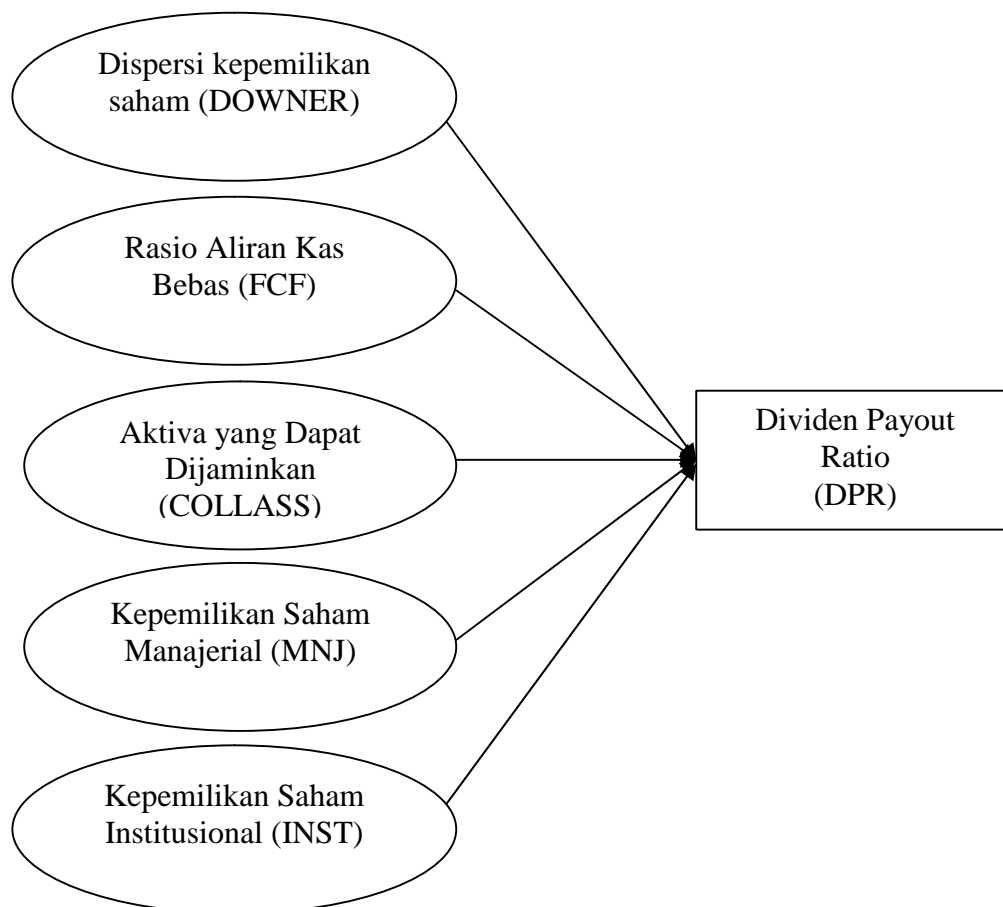
Besar kecilnya dividen sangat tergantung besar kecilnya laba yang diperoleh dan proporsi laba yang dibagikan dalam bentuk dividen atau *dividend payout ratio* (Sartono, 2001: 73). Perubahan dividen diartikan sebagai sinyal bagi prospek perusahaan di masa datang (Sartono, 2001). Dengan demikian dividen diartikan oleh pasar sebagai sinyal positif dan sebaliknya pengurangan dividen digunakan sebagai sinyal negatif bagi prospek perusahaan.

Menurut Weston dan Copeland (1991: 97) kebijakan dividen menentukan penempatan laba yaitu antara membayar kepada pemegang saham dan menginvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan dengan masalah agensi. Menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) membuktikan bahwa perusahaan yang membagikan dividen yang lebih tinggi cenderung lebih dapat mengurangi konflik agensi mereka daripada perusahaan yang pembayaran dividennya lebih rendah. Hal itu dikarenakan meningkatnya dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar (bukan dana dari internal) sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru. Weston dan Copeland (1991) juga menambahkan bahwa pembayaran dividen digunakan sebagai alat untuk mengawasi atau mengevaluasi hasil kerja manajemen.

B. Kerangka Teoritis

Penelitian ini menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel dependen sedangkan variabel independennya meliputi dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijamin, kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional.

Gambar II.1. Kerangka teoritis hubungan antara biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen



Dilihat dari gambar II.1. di atas dapat dinyatakan bahwa kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan DPR sebagai variabel dependen dipengaruhi secara langsung oleh variabel independen yaitu dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijamin, kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional.

C. Penelitian Terdahulu

Mollah *et al.* (2002) menguji pengaruh empat proksi cerminan teori biaya keagenan terhadap kebijakan dividen, yaitu kepemilikan saham oleh *insider*, dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, dan aktiva yang dapat dijamin. Data yang digunakan yaitu perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di *Dhaka Stock Exchange* periode 1988-1997. Metode yang digunakan yaitu model OLS regresi. Kesimpulannya yaitu kebijakan dividen dipengaruhi secara positif oleh dispersi kepemilikan saham, aktiva yang dapat dijamin dan rasio aliran kas bebas. Disamping itu, kebijakan dividen dipengaruhi secara signifikan negatif oleh kepemilikan saham oleh *insider*. Kesimpulannya, ada pengaruh biaya keagenan pada kebijakan dividen di dalam *emerging market*.

Harada dan Nguyen (2003) meneliti pengaruh kepemilikan pada kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan Jepang. Hasilnya menunjukkan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dan *payout rates*. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan rendah cenderung meningkatkan dividen bila keuntungan meningkat dan cenderung menghilangkan dividen bila kesempatan

investasi meluas, yang mana konsisten dengan pencabutan keuntungan pribadi pada beban shareholders minoritas. Kenyataannya, mayoritas pengendalian perusahaan rendah cenderung untuk menghilangkan dividen bila hutang meningkat, umumnya jenis lain pemindahan kekayaan dari *debtholder*. Oleh karena itu, nampak bahwa konflik keagenan signifikan berperan dalam keputusan perusahaan Jepang.

Wahidahwati (2002) dalam penelitiannya yang berfokus pada bagaimana kepemilikan manajerial berhubungan dengan pengambilan risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen pada 103 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia 1993-1996. Hasilnya menunjukkan tidak terdapat hubungan non linier antara kepemilikan manajerial dengan risiko. Selain itu juga menunjukkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajerial dan *debt policy* serta antara kepemilikan manajerial dengan *debt* dan kebijakan dividen semuanya mempunyai arah positif dan signifikan. Sedangkan hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen yang tidak signifikan tetapi estimasi parameternya juga positif.

Faizal (2004) mengadakan penelitiannya yang berjudul *Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance*. Hasilnya menunjukkan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dan *asset turnover* adalah positif dan dengan *operating expense* adalah negatif tidak berhasil didukung. Tanda yang berlawanan menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial belum dapat berfungsi sepenuhnya sebagai mekanisme untuk meningkatkan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan dan belum dapat menekan diskresi manajerial. Selain itu, penelitiannya mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional

belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan *asset turnover* dan pengurangan beban operasi. Meskipun secara statistik tidak signifikan, dapat disimpulkan bahwa pada saat tingkat kepemilikan manajerial tinggi biaya keagenan yang diukur dengan *asset turnover* lebih tinggi dibandingkan pada saat kepemilikan manajerial rendah.

Penelitian Fuad (2005) membuktikan bahwa keputusan-keputusan finansial dan *institutional ownership*, apabila digunakan secara simultan akan dapat mengurangi biaya agensi. Selain itu, *trade-off* keputusan tersebut juga dapat dilakukan untuk mengurangi masalah agensi. Hal tersebut didukung oleh penelitian Putri dan Nasir (2006) yang menyatakan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung untuk memberikan dividen yang lebih rendah.

Wahyudi dan Pawestri (2006) meneliti mengenai implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Hasilnya mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan investasi dan keputusan pendanaan tetapi tidak pada kebijakan dividen, selain itu keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi keputusan investasi dan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Selain itu juga menyatakan bahwa struktur kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun melalui keputusan pendanaan.

Penelitian mengenai masalah agensi juga telah dilakukan oleh Ediningsih (2008), dalam penelitiannya yang menggunakan model regresi berganda menyimpulkan bahwa masalah agensi yang timbul adalah adanya pengaruh kreditor terhadap pemilik perusahaan, sementara itu tidak adanya pengaruh kreditor terhadap manajer maupun pemilik terhadap manajer. Dengan masih adanya masalah agensi khususnya ditemukannya pengaruh kreditor terhadap pemilik, mengindikasikan bahwa *good corporate governance* belum sepenuhnya dijalankan oleh perusahaan-perusahaan dalam sampel penelitian ini.

Kouki dan Guizani (2009) mengidentifikasi dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada 29 perusahaan yang terdaftar di *Tunisian Stock Market* periode 1995-2001. Penelitiannya mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional di perusahaan Tunisia maka semakin rendah perusahaan akan membayarkan dividen. Selain itu juga ditemukan bahwa rasio aliran kas bebas dan konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

D. Pengembangan Hipotesis

Biaya Keagenan

1. Dispersi kepemilikan saham

Kepemilikan saham dikatakan menyebar apabila kepemilikan saham menyebar secara relatif merata ke publik, tidak ada yang memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya (Dallas 2004 dalam Nuryaman 2008). Ditemukan bahwa perusahaan yang kepemilikannya lebih

menyebarkan memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi (Gilberg dan Idson dalam Hastuti 2005). Mollah *et al.* (2000) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara dispersi kepemilikan saham dan *dividend payout ratio*. Hal ini dikarenakan apabila dispersi kepemilikan saham meningkat, permasalahan keagenan menjadi lebih tinggi, oleh karena itu diperlukan adanya pengawasan maka dividen dapat mengurangi adanya konflik antara manajer dan pemegang saham tersebut. Berdasarkan hal tersebut maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

H1 : Ada pengaruh positif dan signifikan antara dispersi kepemilikan saham terhadap kebijakan dividen.

2. Rasio Aliran Kas Bebas

Menurut penelitian Jensen (1986) dan Mollah *et al.* (2000) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang tinggi maka dapat membayar dividen yang lebih tinggi untuk mengurangi biaya keagenan. Hal itu juga diungkapkan oleh Kouki dan Guizani (2009) yang menyatakan ada pengaruh positif antara aliran kas bebas dan *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal ini, maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

H2 : Ada pengaruh positif dan signifikan antara rasio aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen.

3. Aktiva yang Dapat Dijaminkan

Seperti pada penelitian terdahulu, Mollah *et al.* (2000) menguji pengaruh empat proksi cerminan teori biaya keagenan terhadap kebijakan

dividen, yaitu kepemilikan saham oleh *insider*, dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, dan aktiva yang dapat dijaminkan. Dalam penelitiannya Mollah *et al.* (2000) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara aktiva yang dapat dijaminkan dan *dividend payout ratio* karena perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat dijaminkan tinggi, permasalahan keagenan antara pemegang saham dan *bondholdernya* lebih rendah. Hal itu mengindikasikan bahwa memiliki tingkat pembayaran dividen yang tinggi. Berdasarkan hal ini, maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

H3 : Ada pengaruh positif dan signifikan antara aktiva yang dapat dijaminkan terhadap kebijakan dividen.

Struktur Kepemilikan

1. Kepemilikan Manajerial

Makmun (2003) mendefinisikan kepemilikan manajerial atau *insider ownership* adalah para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau direktur. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang diambil perusahaan.

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa peningkatan kepemilikan manajerial dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Hal ini sependapat dengan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Berdasarkan penelitian Mollah *et al.* (2000) dan Rozeff (2002) mengemukakan bahwa

kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Hal ini berarti bahwa suatu level kepemilikan manajerial yang lebih tinggi memudahkan untuk mengurangi permasalahan keagenan, jadi menyebabkan level pembayaran dividen yang lebih rendah. Berdasarkan hal ini, maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

H4 : Ada pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

2. Kepemilikan Institusional

Wahidahwati (2001) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun, dan institusi lainnya. Berdasarkan penelitian Bathala *et al.* (1994) dalam Wahidahwati (2002) mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional dapat menggantikan peranan utang sebagai *monitoring agent* dalam mengurangi biaya keagenan. Kouki dan Guizani (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang besar merupakan cara untuk *monitoring agent*. Short *et al.* (2002) dalam Kouki dan Guizani (2009) dalam penelitiannya menguji tiga alternatif model dividen dan menemukan bahwa adanya hubungan positif antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan di UK. Oleh karena itu, institusi mengawasi perusahaan dan berharap besarnya *dividend payout ratio*. Berdasarkan hal ini, maka disusun hipotesis sebagai berikut ini.

H5 : Ada pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

BAB III

METODA PENELITIAN

Pada bagian sebelumnya, bab I telah dibahas mengenai apa yang melatar belakangi dilakukannya penelitian, kemudian tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh adanya biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kemudian pada bab II menjelaskan mengenai tinjauan pustaka, beberapa penelitian terdahulu serta merumuskan lima hipotesis dari penelitian ini.

Pada bab III ini akan mengemukakan mengenai data-data yang diperlukan meliputi desain penelitian, populasi, sampel dan teknik sampling, data dan metode pengumpulan data, variabel penelitian dan pengukurannya, metode analisis data berupa pengujian data dan pengujian hipotesis.

A. Desain Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk menguji beberapa hipotesis (*hypothesis-testing study*). Seperti yang telah disebutkan bahwa ada lima hipotesis yang akan diujikan dalam penelitian ini, dengan dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan *dividend payout ratio* sebagai variabel dependen. Selain itu, penelitian ini bertujuan untuk membuktikan apakah dengan menggunakan proksi, sampel, dan periode pengamatan yang berbeda akan mendapatkan hasil yang konsisten dengan penelitian sebelumnya.

B. Populasi, Sampel, dan Teknik Sampling

1. Populasi

Menurut Sekaran (2006: 121), populasi mengacu pada keseluruhan kelompok orang, kejadian, atau hal minat yang ingin peneliti investigasi. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk periode 2003-2007, yaitu sebesar 193 perusahaan. Periode tersebut diambil dengan pertimbangan bahwa periode tersebut merupakan periode terkini maka data yang diperlukan relatif mudah diperoleh.

2. Sampel

Sampel adalah bagian populasi yang akan dipelajari secara detail (Sekaran, 2006: 123). Sampel terdiri atas sejumlah anggota yang dipilih dari populasi. Sampel tersebut diseleksi dengan cermat dari populasi agar mewakili populasi tersebut. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah sebesar 41 perusahaan.

3. Teknik *Sampling*

Dari populasi tersebut dipilih sampel penelitian dengan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel dari populasi berdasarkan suatu kriteria tertentu (Jogiyanto, 2004: 79). Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut ini.

- a. Perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2003-2007.

- b. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir pada 31 Desember selama tahun 2003-2007.
- c. Perusahaan tersebut memiliki semua data yang diperlukan untuk variabel-variabel yang telah ditentukan sebelumnya.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan di atas, sampel yang diperoleh untuk penelitian ini adalah sebagai berikut.

TABEL III.1.

Kriteria Pengambilan Sampel

Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2003-2007	339
Jumlah perusahaan non manufaktur	(146)
Jumlah perusahaan manufaktur	193
Jumlah perusahaan dengan data yang tidak lengkap	152
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel	41

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2003-2007*

Dari tabel III.1. di atas, dapat diketahui bahwa jumlah perusahaan yang diambil untuk sampel penelitian ini sebanyak 41 perusahaan dengan kriteria yang telah ditentukan yang meliputi 164 observasi selama periode pengamatan tahun 2003-2007. Data sampel perusahaan dapat dilihat di lampiran penelitian ini.

C. Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa data laporan keuangan perusahaan manufaktur yang sudah *go public* selama periode 2003-2007. Laporan keuangan perusahaan manufaktur diperoleh dari website *Jakarta Stock Exchange* (www.jsx.co.id) tahun 2003 sampai 2007 dan pojok BEI Fakultas Ekonomi UNS.

Sedangkan data-data lainnya yang diperlukan diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

D. Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Penelitian ini menggunakan variabel-variabel yang dikelompokkan sebagai berikut ini.

1. Variabel Dependen

Variabel kebijakan dividen diberi simbol DPR (*dividend payout ratio*). DPR merupakan perbandingan antara dividen dan laba bersih perusahaan (Mollah *et al.*, 2000).

$$DPR = \frac{\text{Divident tunai}_t}{\text{Laba bersih}_{t-1}}$$

2. Variabel Independen

Variabel-variabel independen yang digunakan dalam :

a. Biaya keagenan

i. Dispersi kepemilikan saham (*dispersion of ownership*)

Dispersi kepemilikan saham merupakan proksi biaya keagenan untuk mengurangi konflik antara manajer dengan pemegang saham. DOWNER (Rozeff, 1982; Jensen *et al.*, 1992; Alli *et al.*, 1993; Holder *et al.*, 1998; Saxena 1999 dalam Mollah *et al.*, 2000) diukur dengan jumlah saham beredar.

$$DOWNER = Ln(\text{jumlah saham beredar})_{t-1}$$

ii. Rasio aliran kas bebas (*free cash flow ratio*)

FCF (Mollah *et al.*, 2000) merupakan perbandingan antara besarnya aliran kas bebas perusahaan (kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor

atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi) dan total aktiva.

$$FCF = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}_{t-1} - \text{dividen}_t + \text{depresiasi}_{t-1}}{\text{Total aktiva}_{t-1}}$$

iii. Aktiva yang dapat dijaminkan (*collateralizable assets*)

COLLASS (Mollah *et al.*, 2000) merupakan perbandingan antara aktiva tetap bersih (bangunan, tanah, dan perlengkapan perusahaan lain yang berupa aktiva tetap setelah dikurangi depresiasi) dan total aktiva.

$$COLLASS = \frac{\text{aktiva tetap bersih}_{t-1}}{\text{total aktiva}_{t-1}}$$

b. Struktur kepemilikan

i. Kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*)

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan didalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris. *Insider ownership* didefinisikan sebagai jumlah persentase saham yang dimiliki oleh direktur, eksekutif, dan juga koperasi perusahaan. MNJ (Agrawal dan Charles 1996; Mollah *et al.*, 2000) merupakan persentase kepemilikan oleh manajerial. Variabel ini diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sampel dalam *Indonesian Capital Market Directory* dan *Annual Report*.

ii. Kepemilikan saham institusional (*institutional ownership*)

Kepemilikan institusional merupakan prosentase kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan investasi, dana pensiun, dan institusi lainnya. INST (Agrawal dan Charles 1996; Wahidahwati

2002; Sylvia dan Siddharta 2006; Kouki dan Guizani 2009) merupakan persentase kepemilikan oleh institusional. Variabel ini diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan sampel dalam *Indonesian Capital Market Directory* dan *Annual Report*.

E. Teknik Analisis

1. Model Persamaan

Model pengujian yang dilakukan dengan regresi linear. Bentuk persamaannya yaitu sebagai berikut ini.

Model OLS Regression :

$$DPR = \alpha + \beta_1 DOWNER + \beta_2 FCF + \beta_3 COLLASS + \beta_4 MNJ + \beta_5 INST + \varepsilon$$

yang mana,

DPR	= rasio pembagian dividen tahun t
DOWNER	= dispersi kepemilikan saham t
FCF	= rasio aliran kas bebas tahun t
COLLASS	= aktiva yang dapat dijaminkan tahun t
MNJ	= kepemilikan saham manajerial tahun t
INST	= kepemilikan saham institusional tahun t
	= konstanta
$\beta_1 - \beta_5$	= koefisien regresi masing-masing variabel
	= kesalahan

Hipotesis penelitian 1 menyatakan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara dispersi kepemilikan saham terhadap kebijakan dividen. Untuk pengujian secara statistis H1 dapat dinyatakan dalam hipotesis nol dan alternatif sebagai berikut ini.

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_a: \beta_1 > 0$$

Hipotesis 1 diuji signifikansi koefisien β_1 dengan tingkat signifikansi 5%. Jika β_1 secara statistis signifikan lebih besar dari 0 maka terdapat bukti empiris yang menolak hipotesis nol 1 atau mendukung hipotesis alternatif 1.

Hipotesis penelitian 2 menyatakan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara rasio aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen. Untuk pengujian secara statistis H2 dapat dinyatakan dalam hipotesis nol dan alternatif sebagai berikut ini.

$$H_0: \beta_2 = 0$$

$$H_a: \beta_2 > 0$$

Hipotesis 2 diuji signifikansi koefisien β_2 dengan tingkat signifikansi 5%. Jika β_2 secara statistis signifikan lebih besar dari 0 maka terdapat bukti empiris yang menolak hipotesis nol 2 atau mendukung hipotesis alternatif 2.

Hipotesis penelitian 3 menyatakan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara aktiva yang dapat dijaminkan terhadap kebijakan dividen. Untuk pengujian secara statistis H3 dapat dinyatakan dalam hipotesis nol dan alternatif sebagai berikut ini.

$$H_0: \beta_3 = 0$$

$$H_a: \beta_3 > 0$$

Hipotesis 3 diuji signifikansi koefisien β_3 dengan tingkat signifikansi 5%. Jika β_3 secara statistis signifikan lebih besar dari 0 maka terdapat bukti empiris yang menolak hipotesis nol 3 atau mendukung hipotesis alternatif 3.

Hipotesis penelitian 4 menyatakan bahwa ada pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan manjerial terhadap kebijakan dividen. Untuk pengujian secara statistis H4 dapat dinyatakan dalam hipotesis nol dan alternatif sebagai berikut ini.

$$H_0: \beta_4 = 0$$

$$H_a: \beta_4 < 0$$

Hipotesis 4 diuji signifikansi koefisien β_4 dengan tingkat signifikansi 5%. Jika β_4 secara statistis signifikan lebih kecil dari 0 maka terdapat bukti empiris yang menolak hipotesis nol 4 atau mendukung hipotesis alternatif 4.

Hipotesis penelitian 5 menyatakan bahwa ada pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Untuk pengujian secara statistis H5 dapat dinyatakan dalam hipotesis nol dan alternatif sebagai berikut ini.

$$H_0: \beta_5 = 0$$

$$H_a: \beta_5 > 0$$

Hipotesis 5 diuji signifikansi koefisien β_5 dengan tingkat signifikansi 5%. Jika β_5 secara statistis signifikan lebih besar dari 0 maka terdapat bukti empiris yang menolak hipotesis nol 5 atau mendukung hipotesis alternatif 5.

2. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan dua jenis uji statistik, yakni uji statistik umum dan uji statistik untuk hipotesis yang diajukan. Beberapa uji statistik umum yang dilakukan sebelum pengujian hipotesis adalah sebagai berikut.

a. Pengujian statistik deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, maksimum, dan minimum dari data yang menjadi objek penelitian, sehingga akan menjadi suatu dasar pertimbangan untuk analisis selanjutnya sebelum memberikan analisis terhadap pengujian hipotesis.

b. Pengujian asumsi klasik

Pengujian asumsi klasik bertujuan untuk memastikan bahwa hasil penelitian adalah valid dengan data yang digunakan secara teori adalah tidak bias, konsisten, dan penaksiran koefisien regresinya efisien (Gujarati, 2003). Pengujian asumsi klasik terdiri dari beberapa macam pengujian sebagai berikut ini.

i. Uji Normalitas

Umumnya uji-uji parametrik mensyaratkan variabel-variabel yang diuji terdistribusi normal. Pengujian normalitas persamaan regresi dalam penelitian ini menggunakan alat uji *Kolmogorov-Sminorv* didasarkan pada nilai *unstandardized residual*. *Unstandardized residual* dikatakan berdistribusi

normal jika, $\rho \text{ value} > 0.05$. Jika $\rho \text{ value} < 0.05$, maka *unstandardized residual* tidak berdistribusi secara normal.

ii. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variable bebas atau independen (Ghozali, 2005). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi multikoloneritas. Untuk mendeteksi adanya mutikolinieritas dapat melihat nilai tolerance dan VIF (*variance inflation factor*). Jika nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) tidak lebih dari 10 dan nilai *Tolerance* tidak kurang dari 0,10, maka model dapat dikatakan terbebas dari multikolinearitas $VIF = 1/Tolerance$, jika $VIF = 10$ maka $Tolerance = 1/10 = 0,10$. Semakin tinggi VIF maka semakin rendah *Tolerance*.

iii. Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dan pada periode sebelumnya (Ghozali, 2005). Salah satu cara mendeteksi adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah dengan uji *Durbin-Watson* (Uji D-W). Uji autokorelasi dilakukan dengan membandingkan nilai *Durbin Watson* hitung (d) dengan nilai *Durbin Watson* tabel yaitu batas lebih tinggi (*upper bond* atau du) dan batas lebih rendah (*lower bond* atau di), yang mana nilai D-W yang diperoleh dibandingkan dengan nilai tabel *Durbin Watson* dengan menggunakan nilai signifikansi 0,01 dan menentukan jumlah sampel

(n) dan jumlah variabel independen (k). Kriteria pengujiannya adalah sebagai berikut ini.

- 1) $0 < d < d_i$, maka terjadi autokorelasi positif.
- 2) $d_i < d < d_u$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu).
- 3) $4 - d_i < d < 4$, maka terjadi autokorelasi negatif.
- 4) $4 - d_u < d < 4 - d_i$, maka tidak ada kepastian apakah terjadi autokorelasi atau tidak (ragu-ragu).
- 5) $d_u < d < 4 - d_u$, maka tidak terjadi autokorelasi baik positif atau negatif.

Kriteria yang bebas dari autokorelasi adalah apabila nilai *Durbin-Watson* berada diantara nilai d_u dan $4-d_u$.

iv. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas berguna untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah tidak terjadi heroskedastisitas. Ada beberapa cara untuk mendeteksi adanya heroskedastisitas yaitu (1) grafik *Scatterplots*, (2) uji *Park*, (3) uji *Gletser*, dan (4) uji *White*. Dalam penelitian ini untuk mendeteksi adanya heteroskedastisitas menggunakan uji *White* yaitu membandingkan probabilitas *Obs*R-squared* hasil regresi residual yang dikuadratkan dengan variabel independen dengan nya. Kriteria yang bebas dari masalah heterokedastisitas adalah jika probabilitas *Obs*R-squared* > . Yang mana nilai sebesar 0,05.

Setelah beberapa uji statistik umum yaitu pengujian normalitas, pengujian multikolinieritas, pengujian autokorelasi, dan pengujian heteroskedastisitas terpenuhi, maka selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis.

c. Uji Hipotesis

a. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t dapat menunjukkan besarnya pengaruh variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel independen. Untuk menginterpretasikan koefisien variabel-variabel independen dapat menggunakan *unstandardized coefficients* maupun *standardized coefficients* pada tingkat signifikansi sebesar 0,05.

b. Uji Statistik Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F dapat menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh bersama-sama terhadap variabel dependen. Penolakan ataupun penerimaan hipotesis didasarkan pada tingkat signifikan () sebesar 5% atau 1%. Bila nilai F hitung > nilai F tabel, maka diterima dan bila nilai F hitung ≤ nilai F tabel, maka ditolak.

c. *Goodness of Fit Test* (Uji Koefisien Determinasi)

Koefisien determinasi (R^2) menunjukkan besarnya kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu, yang mana nilai yang semakin mendekati satu menunjukkan kemampuan variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

BAB IV
ANALISIS DAN PEMBAHASAN

A. Pengumpulan Data dan Penentuan Sampel

Populasi yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2003-2007 yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap. Kemudian dari populasi tersebut diambil sampel sesuai kriteria yang ditetapkan pada bab sebelumnya. Dengan menggunakan kriteria yang telah disebutkan di atas, dihasilkan sampel sebanyak 41 perusahaan manufaktur yang meliputi 164 observasi untuk periode pengamatan 2003-2007. Sampel penelitian disajikan dalam tabel IV.1 di bawah ini.

TABEL IV.1

Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Jumlah perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2003-2007	339
Jumlah perusahaan non manufaktur	(146)
Jumlah perusahaan manufaktur	193
Jumlah perusahaan dengan data yang tidak lengkap	152
Jumlah perusahaan yang menjadi sampel	41
Jumlah perusahaan yang mengandung outlier	(21)
	20

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2003-2007*

B. Statistik Deskriptif

Pada tabel di bawah ini akan dijelaskan statistik deskriptif dari variabel-variabel penelitian. Informasi mengenai statistik deskriptif tersebut meliputi: nilai

minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi dihitung menggunakan alat bantu perangkat statistik SPSS 16. Hasil dari perhitungan tersebut ditampilkan pada tabel IV.2 berikut:

**Tabel IV.2. Statistik Deskriptif
Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian**

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	80	-0,21	0,42	0,0669	0,13797
DOWNER	80	0,98	3,98	2,7008	0,72953
FCF	80	-0,75	1,41	0,0524	0,24268
COLLASS	80	0,00	0,88	0,4294	0,24773
MNJ	80	0,00	0,49	0,0345	0,07916
INST	80	0,00	0,97	0,6832	0,20562
Valid N (listwise)	80				

Keterangan: DPR = *Dividend Payout Ratio*, DOWNER = dispersi kepemilikan saham, FCF = rasio aliran kas bebas, COLLASS = aktiva yang dapat dijamin, MNJ = kepemilikan saham manajerial, INST = kepemilikan saham institusional
Sumber : Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel IV.2. di atas menunjukkan jumlah responden (N) ada 80. Semula jumlah responden mencapai 164 dengan menggunakan 41 sampel. Oleh karena data sebelumnya merupakan data *outlier* maka setelah data *outlier* dihilangkan, jumlah observasi hanya mencapai 80. Jumlah tersebut yang akan digunakan untuk pengujian selanjutnya. Dari 80 observasi ini, dapat diketahui bahwa nilai minimum kebijakan dividen yang dinilai dengan *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur sebesar -21% yang dicapai oleh perusahaan Kedaung Indah

Cantik Tbk periode 2004 dan maksimum 42% yang dicapai oleh perusahaan United Tractors Tbk periode 2006. Rata-rata kebijakan dividen sebesar 6,69% dan standar deviasi 13,80%. Rata-rata kebijakan dividen tersebut bernilai positif. Hal itu mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur cenderung meminimalkan biaya keagenan dengan cara membayarkan dividen.

Dapat diketahui juga bahwa rata-rata perusahaan manufaktur Indonesia memiliki prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris perusahaan sebesar 3,45%. Sedangkan kepemilikan saham oleh institusi rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia sebesar 68,32%. Hal ini menggambarkan bahwa pada kepemilikan oleh manajerial perusahaan manufaktur cenderung lebih rendah. Bathala *et al.* (1994) dalam Haryono (2005) menyatakan bahwa semakin tinggi *institutional investor* maka semakin mengurangi minat manajer untuk memperbesar kepemilikan saham di perusahaan. Sedangkan tingkat aliran kas bebas dan tingkat aktiva yang dapat dijamin rata-ratanya sebesar 5,24% dan 42,94%.

C. Pengujian Asumsi Klasik

1. Uji Normalitas

Pengujian normalitas persamaan regresi dalam penelitian ini menggunakan alat uji *Kolmogorov-Sminorv* didasarkan pada nilai *unstandardized residual*. *Unstandardized residual* dikatakan berdistribusi normal jika, $\rho \text{ value} > 0.05$. Jika $\rho \text{ value} < 0.05$, maka *unstandardized residual* tidak

berdistribusi secara normal. Hasil Pengujian normalitas dengan menggunakan alat bantu SPSS 16 disajikan pada tabel IV.3. berikut:

**Tabel IV.3. Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardize d Residual
N		80
Normal Parameters ^a	Mean	-0,0319024
	Std. Deviation	0,12072492
Most Extreme Differences	Absolute	0,131
	Positive	0,131
	Negative	-0,059
Kolmogorov-Smirnov Z		1,173
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,128

a. Test distribution is Normal.

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan pengujian normalitas nilai *Kolmogorov-Smirnov Z* sebesar 1,173 sedangkan nilai *asymp sig (2-tailed)* senilai 0,128 lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Oleh karena itu, asumsi normalitas pada model regresi tersebut terpenuhi.

2. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Ghozali, 2005). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi multikolinieritas. Salah satu cara mendeteksi adanya multikolinieritas adalah dilihat dari (1) nilai *Tolerance* dan lawannya (2) *Variance Inflation Factor (VIF)*. Jika nilai *Variance Inflation*

Factor (VIF) tidak lebih dari 10 dan nilai *Tolerance* tidak kurang dari 0,10, maka model dapat dikatakan terbebas dari multikolinearitas $VIF = 1/Tolerance$, jika $VIF = 10$ maka $Tolerance = 1/10 = 0,10$. Semakin tinggi VIF maka semakin rendah *Tolerance*. Tabel IV.4. menyajikan hasil pengujian multikolinearitas dengan menggunakan alat uji SPSS 16.

Tabel IV. 4
Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	<i>Tolerance</i>	VIF	Interpretasi
DOWNER	0,837	1,195	Tidak terjadi multikolinieritas
FCF	0,934	1,070	Tidak terjadi multikolinieritas
COLLASS	0,792	1,263	Tidak terjadi multikolinieritas
MNJ	0,932	1,073	Tidak terjadi multikolinieritas
INST	0,789	1,268	Tidak terjadi multikolinieritas

Keterangan: DPR = *Dividend Payout Ratio*, DOWNER = dispersi kepemilikan saham, FCF = rasio aliran kas bebas, COLLASS = aktiva yang dapat dijaminkan, MNJ = kepemilikan saham manajerial, INST = kepemilikan saham institusional
Sumber : Hasil Pengolahan Data

Dari tabel IV. 4 di atas, dapat diketahui bahwa nilai *tolerance* untuk masing-masing variabel penelitian (DOWNER, FCF, COLLASS, MNJ dan INST) adalah 0,837; 0,934; 0,792; 0,932; dan 0,789. Sedangkan nilai VIF untuk tiap variabel tersebut adalah 1,195; 1,070; 1,263; 1,073; dan 1,268. Berdasarkan hasil perhitungan nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai *Tolerance* kurang dari 0,10. Hasil perhitungan nilai VIF juga

menunjukkan hasil yang sama, yang mana tidak satupun variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih besar dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas antar variabel independen dalam model regresi.

3. Uji Autokorelasi

Salah satu alat untuk mendeteksi adanya autokorelasi yaitu dengan uji *Durbin Watson* yaitu dengan membandingkan nilai *Durbin Watson* hitung (d) dengan nilai batas lebih tinggi (*upper bond* atau d_u). Penelitian dikatakan bebas dari autokorelasi apabila nilai d berada di antara nilai d_u dan $4-d_u$. Pengujian autokorelasi dilakukan dengan menggunakan alat bantu statistik *E-views* 3.0. Hasil pengujian autokorelasi disajikan dalam tabel IV. 5 sebagai berikut:

Tabel IV. 5
Hasil Uji Autokorelasi

Variabel	d_u	$4-d_u$	d	$d_u < d < 4-d_u$ ($\alpha = 0,01$)
Dep: DPR Indep: DOWNER, FCF, COLLASS, MNJ. INST	1,624	2,376	1,653	Terpenuhi

Keterangan: DPR = *Dividend Payout Ratio*, DOWNER = dispersi kepemilikan saham, FCF = rasio aliran kas bebas, COLLASS = aktiva yang dapat dijamin, MNJ = kepemilikan saham manajerial, INST = kepemilikan saham institusional
Sumber : Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada tabel IV.5. di atas, nilai d_{hitung} (*Durbin Watson*) diperoleh sebesar 1,653 yang berada di antara d_u dan $4 - d_u$ atau $d_u < \text{nilai } d_{hitung} < 4 - d_u$. Nilai *Durbin Watson* sebesar 1,653 akan dibandingkan dengan nilai tabel dengan menggunakan nilai signifikansi 1%, yang mana jumlah

sampel sebesar 80 (n) dan jumlah variabel independen 5 ($k=5$). Setelah nilai d_u diperoleh, maka dapat ditentukan nilai $4 - d_u$ sebesar 2,376 ($4 - 1,767$). Oleh karena nilai DW 1,653 lebih besar dari batas atas (d_u) 1,624 dan kurang dari 2,376 maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi.

4. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi Heteroskedastisitas. Cara untuk mendeteksi ada atau tidaknya Heteroskedastisitas yaitu dengan menganalisa Uji *White* yaitu membandingkan probabilitas *Obs*R-squared* hasil regresi residual yang dikuadratkan dengan variabel independen dengan nya. Kriteria yang bebas dari masalah heterokedastisitas adalah jika probabilitas *Obs*R-squared* $>$. Hasil pengujian heterokedastisitas disajikan pada tabel IV. 6 berikut ini.

Tabel IV. 6
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Prob Obs*R- squared	5%=	Interpretasi
Dep: DPR Indep: DOWNER, FCF,	0,095	0,05	Tidak terjadi heteroskidastisitas

Keterangan: DPR = *Dividend Payout Ratio*, DOWNER = dispersi kepemilikan saham, FCF = rasio aliran kas bebas, COLLASS = aktiva yang dapat dijaminkan, MNJ = kepemilikan saham manajerial, INST = kepemilikan saham institusional

Sumber : Hasil Pengolahan Data

Berdasarkan tabel IV.6 di atas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas *Obs*R-squared* yang diperoleh sebesar 0,095 lebih besar dari nilai sebesar 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa dalam penelitian ini tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik linier di atas secara keseluruhan dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian telah memenuhi asumsi normalitas dan bebas dari gejala multikolinieritas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Oleh karena itu model regresi pada penelitian dapat digunakan sebagai dasar analisis.

D. Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini alat analisis yang digunakan adalah dengan menggunakan analisis regresi linier berganda dengan lima variabel independen yaitu dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional.

Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan program SPSS 16. Berikut ini adalah hasil-hasil dari analisis regresi linier berganda yang disajikan dalam bentuk tabel beserta penjelasannya.

1. Analisis Regresi Linier Berganda

Tabel IV. 7
Hasil Analisis Regresi

$$DPR = \alpha + \beta_1 DOWNER + \beta_2 FCF + \beta_3 COLLASS + \beta_4 MNJ + \beta_5 INST + \varepsilon$$

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
(Constant)	0,103	0,080	1,278	0,205
DOWNER	0,021	0,021	1,028	0,307
FCF	0,153	0,059	2,592	**0,012
COLLASS	-0,201	0,063	-3,214	*0,002
MNJ	-0,303	0,181	-1,677	***0,098
INST	-0,007	0,076	-0,087	0,931
<i>R-squared</i>	0,259			
<i>Adjusted R-squared</i>	0,209			
<i>F-statistic</i>	5,167			
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000			

* Secara statistik signifikan pada tingkat 0,01

** Secara statistik signifikan pada tingkat 0,05

*** Secara statistik signifikan pada tingkat 0,10

Keterangan: DPR = *Dividend Payout Ratio*, DOWNER = dispersi kepemilikan saham, FCF = rasio aliran kas bebas, COLLASS = aktiva yang dapat dijamin, MNJ = kepemilikan saham manajerial, INST = kepemilikan saham institusional

Sumber : Hasil Pengolahan Data

- a. H1 : ada pengaruh positif dan signifikan antara dispersi kepemilikan saham terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel IV.7 nilai signifikansi t untuk variabel independen DOWNER yaitu 0,307. Hal ini menunjukkan bahwa untuk tingkat signifikansi 0,05, dispersi kepemilikan saham tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Tanda koefisien positif variabel dispersi kepemilikan saham menunjukkan bahwa semakin tinggi dispersi

kepemilikan saham maka semakin tinggi konflik keagenan yang terjadi, maka perlu adanya pengawasan. Mengingat bahwa dividen merupakan cara untuk mengurangi konflik keagenan maka perusahaan membayarkan dividen untuk mengurangi konflik keagenan tersebut. Dilihat dari koefisiennya, hasil penelitian ini konsisten dengan hipotesis dalam penelitian yang dilakukan oleh Mollah *et al.* (2002). Selain itu juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982); Rofiqoh dan Jatiningrum (2004) dalam Haryono (2005). Jadi kesimpulannya bahwa H1 tidak diterima.

- b. H2 : ada pengaruh positif dan signifikan antara rasio aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel IV.7, nilai signifikansi t untuk variabel independen FCF yaitu 0,012. Hal ini menunjukkan bahwa untuk tingkat signifikansi 0,05, rasio aliran kas bebas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien positif menunjukkan bahwa rasio aliran kas bebas yang merupakan proksi biaya keagenan mampu meningkatkan dividen perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa jika suatu perusahaan memiliki rasio aliran kas bebas maka perusahaan dapat membayar dividen untuk mengurangi biaya keagenan. Dilihat dari koefisien positifnya, penelitian ini sejalan dengan hipotesis Mollah *et al.* (2000) dan Kouki dan Guizani (2009). Jadi kesimpulannya bahwa H2 diterima.

- c. H3 : ada pengaruh positif dan signifikan antara aktiva yang dapat dijaminkan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel IV.7. nilai signifikansi t untuk variabel independen COLLASS yaitu 0,002. Hal ini menunjukkan bahwa untuk tingkat signifikansi 0,01, aktiva yang dapat dijaminkan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien negatif pada variabel tersebut mengindikasikan bahwa semakin kecil perusahaan memiliki rasio aktiva yang dapat dijaminkan maka semakin besar dividen yang dibayarkan. Hal ini menunjukkan bahwa konflik keagenan dapat diminimalkan dengan meminimalkan rasio aktiva yang dapat dijaminkan. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hipotesis dalam penelitian yang dilakukan oleh Mollah *et al.* (2002). Dalam penelitian Mollah *et al.* (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki rasio aktiva yang dapat dijaminkan tinggi mempunyai konflik keagenan yang rendah antara pemegang saham dan *bondholder* oleh karena itu dividen yang dibayarkan semakin tinggi. Jadi kesimpulannya bahwa H3 tidak diterima.

- d. H4 : ada pengaruh negatif dan signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel IV.7 nilai signifikansi t untuk variabel independen MNJ yaitu 0,098. Hal ini menunjukkan bahwa untuk tingkat signifikansi 0,10, kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien negatif pada variabel tersebut menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial pada

perusahaan maka semakin rendah permasalahan keagenan yang terjadi. Oleh karena itu semakin rendah dividen yang dibayarkan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan saham oleh direksi dan komisaris yang rendah diperlukan pembayaran dividen yang lebih tinggi untuk biaya pengawasan dan *bonding* agar biaya keagenan dapat diminimalkan. Hasil ini konsisten dengan hipotesis Mollah *et al.* (2002). Selain itu juga konsisten dengan penelitian Rozeff (1982); Haryono (2005) yang mana kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Chen dan Steiner dalam Nuringsih (2005) menambahkan bahwa jika manajerial tinggi maka kekayaan manajerial menjadi tidak terdiversifikasi optimal sehingga menurunkan pembayaran dividen sebagai cara mendongkrak sumber dana internal. Jadi kesimpulannya bahwa H4 diterima.

- e. H5 : ada pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan Tabel IV.7. nilai signifikansi *t* untuk variabel independen INST yaitu 0,931. Hal ini menunjukkan bahwa untuk tingkat signifikansi 0,05, kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien negatif pada variabel tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional pada perusahaan maka semakin rendah perusahaan tersebut membayarkan dividen. Putri dan Nasir (2006) yang mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat

kontrol eksternal terhadap perusahaan dan dapat mengurangi biaya keagenan yang terjadi, sehingga perusahaan akan cenderung untuk memberikan dividen yang lebih rendah. Hasil ini tidak sejalan dengan hipotesis Kouki dan Guizani (2009). Selain itu juga tidak konsisten dengan penelitian Bathala et al (1994); Wahyudi dan Pawestri (1996); Fuad (2005); Haryono (2005). Jadi kesimpulannya bahwa H5 tidak diterima.

2. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Untuk menginterpretasikan koefisien variabel dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional dapat menggunakan *unstandardized coefficients*. Dengan melihat Tabel IV.7. di atas, dari ke lima variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi, variabel DOWNER dan INST tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikansi untuk DOWNER sebesar 0,307; dan INST sebesar 0,931 dan keduanya jauh di atas 0,05. Sedangkan FCF (=0,12) signifikan pada tingkat 0,01; COLLASS (=0,002) signifikan pada tingkat 0,01; dan MNJ (=0,098) signifikan pada tingkat 0,05.

3. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat

dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel DPR.

Dari hasil analisis regresi, diperoleh nilai F hitung ($=5,167$) dengan probabilitas ($=0,000$). Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi DPR atau dapat dikatakan bahwa dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

4. *Goodness of Fit Test* (Uji Koefisien Determinasi)

Berdasarkan Tabel IV.7. diperoleh nilai *adjusted R*² = 0,259, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional hanya mampu menjelaskan *dividend payout ratio*, sebagai variabel dependen, sebesar 25,9%, sedangkan sisanya 74,1% (100% - 25,9%) dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar dari faktor-faktor yang diuji dalam penelitian ini. Hal ini mengindikasikan bahwa masih banyak faktor-faktor lain yang dapat menjelaskan variabel dependen.

BAB V

PENUTUP

A. KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah menguji pengaruh adanya biaya keagenan dalam hal ini mengenai dispersi kepemilikan, rasio aliran kas bebas, dan aktiva yang dijamin dan struktur kepemilikan (kepemilikan saham oleh manajerial dan kepemilikan saham institusional) terhadap kebijakan dividen dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini mengambil periode pengamatan selama lima tahun yaitu dari tahun 2003-2007. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 41 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Berdasarkan uraian pada analisis data dan pembahasan di atas, maka dapat dibuat kesimpulan seperti berikut ini.

1. Penelitian ini telah memenuhi semua uji asumsi klasik, meliputi pengujian normalitas, pengujian multikolinieritas, pengujian autokorelasi, dan pengujian heterokedastisitas.
2. Berdasarkan hasil statistik deskriptif, rata-rata kebijakan dividen pada tahun 2003-2007 bertanda positif, hal itu berarti bahwa rata-rata perusahaan manufaktur di Indonesia mengurangi konflik keagenan dengan cara menaikkan pembayaran dividen.

3. Dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007.
4. Penelitian ini menunjukkan bahwa rasio aliran kas bebas ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007. Hasil ini mendukung hipotesis (H2). Hasil ini mendukung penelitian Mollah *et al.* (2000) dan Kouki dan Guizani (2009) sedangkan kepemilikan manajerial ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007. Hasil ini konsisten dengan penelitian Rozeff (1982), Demsetz dan Lehn (1993); Mollah *et al.* (2002); Haryono (2005) yang mana kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dilihat dari koefisien negatifnya, hasilnya sependapat dengan Mollah *et al.* (2002); Chen dan Steiner dalam Nuringsih (2005). Hasil ini mendukung hipotesis (H4).
5. Penelitian ini menunjukkan bahwa variabel aktiva yang dapat dijaminkan ditemukan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003-2007. Hasil ini tidak mendukung hipotesis (H3).

6. Hasil pengolahan data variabel dispersi kepemilikan saham dan kepemilikan institusional tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini tidak mendukung hipotesis (H1) dan hipotesis (H5).
7. Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi mengindikasikan bahwa masih banyak faktor-faktor selain dispersi kepemilikan saham, rasio aliran kas bebas, aktiva yang dapat dijaminkan, kepemilikan saham oleh manajerial, dan kepemilikan saham institusional yang dapat menjelaskan variabel *dividend payout ratio*.

B. Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut ini.

1. Perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini terlalu sedikit, karena hanya mengambil sampel perusahaan manufaktur saja. Jika sampel penelitian mengambil jenis perusahaan mungkin dapat memberikan hasil yang berbeda.
2. Data yang diperoleh melalui *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) kurang relevan. Data berbeda dengan data dalam *annual report*.

C. Implikasi

Berikut ini adalah implikasi yang diharapkan dapat melengkapi keterbatasan penelitian ini, antara lain sebagai berikut ini.

1. Implikasi Teoris

Kesimpulan terhadap hasil penelitian ini memberikan wawasan baru dalam pendeteksian biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada industri manufaktur di Indonesia. Masalah keagenan yang terjadi dapat dipengaruhi beberapa faktor diantaranya adalah rasio aliran arus kas bebas, rasio aktiva yang dapat dijamin, dan tingkat kepemilikan oleh manajerial. Penelitian ini dapat menjadi inspirasi bagi penelitian selanjutnya untuk meneliti pengaruh biaya keagenan dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.

2. Implikasi Praktik

Bagi praktisi, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk mengambil keputusan investasi sehubungan dengan tingkat pengembaliannya. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa rasio aliran arus kas bebas, rasio aktiva yang dapat dijamin dan kepemilikan manajerial ditemukan signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Ditemukan bahwa rasio aliran arus kas bebas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi rasio aliran arus kas bebas pada suatu perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan. Sedangkan rasio aktiva yang dapat dijamin dan kepemilikan manajerial

menunjukkan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi rasio aktiva yang dapat dijamin dan kepemilikan oleh manajerial dalam suatu perusahaan maka semakin rendah dividen yang dibayarkan. Hal ini perlu menjadi perhatian praktisi dalam melakukan keputusan investasi.

Bagi akademisi dapat memberikan bukti empiris mengenai hubungan antara biaya keagenan dan struktur kepemilikan serta kebijakan dividen. Selain itu juga dapat memberikan wawasan dan menjadi inspirasi bagi penelitian selanjutnya untuk meneliti permasalahan keagenan.

D. SARAN

1. Melakukan penelitian dengan menggunakan sampel yang lebih banyak dan tidak hanya perusahaan manufaktur saja yang dijadikan sampel tetapi seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia. Hal ini dilakukan untuk memperoleh hasil yang lebih akurat dan menunjukkan apakah penelitian seluruh perusahaan memberikan hasil yang berbeda atau sama. Roscoe (1975) dalam Sekaran (2003: 295) menyatakan bahwa dalam analisis regresi berganda ukuran sampel hendaknya sepuluh kali (atau lebih) jumlah variabel yang digunakan dalam penelitian.
2. Dilihat dari nilai adjusted R^2 yang relatif kecil, maka untuk penelitian selanjutnya perlu meneliti variabel lain sehingga dapat memperoleh variabel apakah yang lebih berpengaruh untuk mengurangi konflik keagenan. Misalnya variabel *leverage*, ukuran perusahaan, dan risiko (Faizal, 2004).

DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, Chenchuramaiah T., Kenneth P. Moon, and Ramesh P. Rao. 1994. "Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective." *Financial Management*. [Http://www.jstor.org](http://www.jstor.org).
- Brigham, Eugene F. and Joel F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- _____. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Crutchley, Claire E. And Robert S. Hansen. 1989. "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends." *Financial Management*, vol.18.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Irene M. Stulz. "Dividend Policy, Agency Cost, and Earned Equity." 2004. [Http://www.papers.ssrn.com](http://www.papers.ssrn.com).
- Demsetz, Harold, and Belen Villalonga. 2001. "Ownership Structure and Corporate Performance." *Journal of Corporate Finance*.
- Demsetz, H., and Lehn, K. 1985. "The structure of corporate ownership: Causes and consequences." *Journal of Political Economy* 93.
- Easterbrook, Frank H. 1984. "Two Agency-Cost Explanations of Dividends." *The American Economic Review*, Vol 74.
- Ediningsih, SI. 2008. "Good Corporate Governance Vs Agency Cost." *Prosiding Seminar Ketahanan Ekonomi Nasional UPN Veteran*, Yogyakarta.
- Faizal. 2004. "Analisis Agency costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance." *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Denpasar.
- Faqih, Amrizal. 2008. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan." *Skripsi Program Studi Sarjana, Universitas Sebelas Maret, Surakarta*.
- Fuad. 2005. "Simultanitas dan Trade Off Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi : Peran dari Corporate Ownership." *Simposium Nasional Akuntansi VII*, Solo.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics*. Mc Graw Hill.

- Harada, Kimie, and Pascal Nguyen. 2006. "Ownership Concentration, Agency Conflict, and Dividend Policy in Japan." <http://www.papers.ssrn.com>.
- Hariyanto. 2004. "Pengaruh factor Agency Cost dan Faktor Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Dividen Pada Perusahaan: Studi Empiris Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia." *Skripsi Program Studi Akuntansi. Universitas Sebelas Maret, Surakarta.*
- Hartoro, Rudi Agung, dan Apriani Dorkas R.A. 2007. "Analisis Interdependensi Insider Ownership, Tingkat Hutang dan Dividen Perusahaan Secara Simultan di Indonesia Periode 1990-1992 dan 2000-2003." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis.*
- Haryono, Slamet. 2005. "Struktur Kepemilikan dalam Bingkai Teori Keagenan." *Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo. Vol. 5 :163-71.*
- Hastuti, Dwi Theresia. 2005. "Hubungan antara Good Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan." *Simposium Nasional Akuntansi VIII, Solo.*
- <http://www.jsx.co.id>
- Jensen, M C. 1976. "Theory of The Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economic. V. 3, No. 4, pp. 305-360.*
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review. Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.*
- Jogiyanto, H.M. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis.* Yogyakarta : BPF.
- Kallapur, Sanjay and Mark A. Trombley. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Broth." *Journal of Bussines Accounting.*
- Kouki, Mondher, and Moncef Guizani. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market." *European Journal of Scientific Research. [Http:// www.eurojournals.com/ejsr.htm](http://www.eurojournals.com/ejsr.htm).*
- Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. 2002. "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang Dengan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi 5, Semarang.*

- Mollah, Sabur, Kevin Keasay, and Helen Short. 2002. “*The Influence Of Agency costs on Dividend Policy in an Emerging Market*”. *Working Papers*. Leeds University Business School. Western Campus. University of Leeds. Leeds L92 9JT. Uk.
- Nuringsih, Kartika. 2005. “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen : Studi 1995-1996.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*.
- Nuryaman. 2008. “Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Manajemen Laba.” *Simposium Nasional XI*, Pontianak.
- Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir. 2006. “Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan” *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.
- Rohmana. 2008. “Pengaruh Struktur Kepemilikan Perusahaan, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan.” *Skripsi Program Studi Sarjana, Universitas Sebelas Maret, Surakarta*.
- Rozeff, Michael S. 1982. “Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Payout Ratio.” *Journal of Financial Research*.
- Santoso, Eko Budi. 2004. “Analisis Pengaruh Tata Kelola Perusahaan yang Baik Terhadap Rasio Pembayaran Dividen.” *Simposium MSi dan Doktor, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta*.
- Sari, Novi Kartika. 2005. “Pengaruh Agency costs Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta” *Tesis Program Studi Magister Manajemen. Universitas Sebelas Maret, Surakarta*.
- Sartono, R. Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPF.
- Sekaran, Uma. 2003. *Research Methods for Business*. Jakarta : Salemba Empat.
- . . 2006. *Research Methods for Business*. Jakarta : Salemba Empat.
- Setiyono. 2006. “Dampak Struktur Kepemilikan Saham Manajerial Pada Returns dan Risiko Obligasi Perusahaan.” *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.3 No.1.

- Siregar, Sylvia Veronica N.P. dan Siddharta Utama. 2005. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management)." *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo.
- Sukartha, I Made. 2007. "Pengaruh Manajemen Laba, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Pada Kesejahteraan Pemegang Saham Perusahaan Target Akuisisi." *Disertasi Program Doktor Ilmu Ekonomi Akuntansi, Universitas Gajah Mada, Yogyakarta*.
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital." *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak.
- Ujiyantho, Muh. Arief, dan Bambang Agus Pramuka. 2007. "Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan (Studi pada Perusahaan Go Publik Sektor Manufaktur)." *Simposium Nasional Akuntansi 10*, Makassar.
- Wahidahwati. 2002. "Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict : Analisis Persamaan Simultan Nono Linier dari Kepemilikan Manajerial , Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi 5*, Semarang.
- Wahyudi, Untung, dan Hartini Prasetyaning Pawestri. 2006. "Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan : Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening." *Simposium Nasional Akuntansi 9*, Padang.
- Weston, J. Fred, and Thomas E. Copeland. 1991. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga.

LAMPIRAN

Lampiran I
Daftar Perusahaan Sampel

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ADES	Ades Alfindo Putrasetia Tbk
2	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk
3	ALKA	Alakasa industrindo Tbk
4	AQUA	Aqua Golden Mississippi Tbk
5	ARGO	Argo Pantes Tbk
6	ASGR	Astra Graphia Tbk
7	ASII	Astra International Tbk
8	AUTO	Astra Otoparts Tbk
9	BRNA	Berlina Co Ltd Tbk
10	DYNA	Dynaplast Tbk
11	EKAD	Ekadharna Tape Industries Tbk
12	FASW	Fajar Surya Wisesa Tbk
14	GGRM	Gudang Garam Tbk
13	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
15	HDTX	Panasia Indosyntec Tbk
16	INAF	Indofarma Tbk
17	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
18	INDS	Indospring Tbk
19	INTD	Inter Delta Tbk
20	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk
21	KARW	Karwell Indonesia Tbk
22	KICI	Kedaung Indah Cantik Tbk
23	KKGI	Kurnia Kapuas Utama Glue Indurtries (Resource Alam Indonesia Tbk)
24	LAPD	Lapindo International Tbk

25	LION	Lion Metal Works Tbk
26	LMPI	Langgeng Makmur Plastik Industry Ltd Tbk
27	LMSH	Lion Mess Prima Tbk
28	MLIA	Mulia Industrindo Tbk
29	MTDL	Metrodata Electronics Tbk
30	MYRX	Hanson Industri Utama Tbk
31	PTSP	Pioneerindo Gourmet International Tbk
32	RDTX	Roda Vivatex Tbk
33	SIMA	Siwani Makmur Tbk
34	SKLT	Sekar Laut Tbk
35	SMCB	Semen Cibinong Tbk
36	SRSN	Sarasa Nugraha
37	STTP	Siantar TOP Tbk
38	TCID	Mandom Indonesia Tbk
39	VOKS	Voksel Electric Tbk
40	UNTR	United Tractors Tbk
41	UNVR	Unilever Indonesia Tbk

Statistik Deskriptif
Statistik Deskriptif Variabel-variabel Penelitian

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	80	-0,21	0,42	0,0669	0,13797
DOWNER	80	0,98	3,98	2,7008	0,72953
FCF	80	-0,75	1,41	0,0524	0,24268
COLLASS	80	0,00	0,88	0,4294	0,24773
MNJ	80	0,00	0,49	0,0345	0,07916
INST	80	0,00	0,97	0,6832	0,20562
Valid N (listwise)	80				

Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		80
Normal Parameters ^a	Mean	-0,0319024
	Std. Deviation	0,12072492
Most Extreme Differences	Absolute	0,131
	Positive	0,131
	Negative	-0,059
Kolmogorov-Smirnov Z		1,173
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,128

Hasil Uji Heterokedastisitas

White Heterokedastisitas Test:

F-statistik	1.745881	Probability	0.087796
Obs*R-squared	16.15457	Probability	0.095292

Test Equation

Dependent Variabel: RESID^2

Method: Least Squares

Date: 04/02/09 Time: 11:41

Sample: 1 80

Included Observations : 80

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	0.024609	0.026662	0.923011	0.3592
DOWNER	-0.002481	0.019426	-0.127712	0.8987
DOWNER^2	0.000131	0.003813	0.034353	0.9727
FCF	0.012594	0.011910	1.057495	0.2940
FCF^2	-0.003537	0.010694	-0.330728	0.7419
COLLASS	-0.016923	0.033839	-0.500100	0.6186
COLLASS^2	-0.016401	0.036604	-0.448062	0.6555
MNJ	-0.094501	0.082346	-1.147621	0.2551
MNJ^2	0.153624	0.207548	0.740186	0.4617
INST	0.014391	0.044087	0.326416	0.7451
INST^2	-0.003689	0.038717	-0.095280	0.9244
R-squared	0.201932	Mean dependent var		0.013934
Adjusted R-squared	0.086270	S.D. dependent var		0.020534
S.E. of regression	0.019628	Akaike info criteria		-4.896605
Sum squared resid	0.026584	Schwarz criterion		-4.569076
Log likelihood	206.8642	F-statistic		1.745881
Durbin-Watson stat	2.373832	Prob(F-statistic)		0.087796

Hasil Uji Multikolinieritas

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	.103	.080		1.278	.205		
	DOWNER	.021	.021	.112	1.028	.307	.837	1.195
	FCF	.153	.059	.268	2.592	.012	.934	1.070
	COLLASS	-.201	.063	-.361	-3.214	.002	.792	1.263
	MNJ	-.303	.181	-.174	-1.677	.098	.932	1.073
	INST	-.007	.076	-.010	-.087	.931	.789	1.268

a. Dependent Variable: DPR

Hasil Uji Autokorelasi

Dependent Variable: DPR
 Method: Least Squares
 Date: 04/02/09 Time: 10:59
 Sample: 1 80
 Included observations: 80 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.101324	0.080568		0.2125
DOWNER	0.021489	0.020717		0.3030
FCF	0.152403	0.058877		0.0116
COLLASS	-0.201434	0.062595		0.0019
MNJ	-0.302409	0.180739		0.0985
INST	-0.005338	0.075552		0.9439

R-squared	0.258802	Mean dependent var	0.066875
Adjusted R-squared	0.208721	S.D. dependent var	0.137974
S.E. of regression	0.122734	Akaike info criterion	-1.285563
Sum squared resid	1.114701	Schwarz criterion	-1.106911
Log likelihood	57.42253	F-statistic	5.167680
Durbin-Watson stat	1.653074	Prob(F-statistic)	0.000403

