

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *LEVERAGE* DAN *RETURN ON ASSETS (ROA)* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)

Anggie Noor Rachmad, Dul Muid¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of ownership structure, Leverage, and Return On Assets on dividend policy of all non-financial companies listed at the Indonesia Stock Exchange in the year 2009-2011. This research is an empirical study with purposive sampling techniques in data collection. Data are obtained from secondary annual report of 33 data non-financial companies listed at the Stock Exchange in the year 2009-2011. Data are analyzed using multiple regression. Hypothesis testing results indicate that managerial ownership, Leverage, and Return On Assets as well as control variable firm size significantly affect dividend policy. Furthermore, institutional ownership and minority ownership do not significantly influence the dividend policy.

Keywords: dividend policy, ownership structure, annual report

PENDAHULUAN

Setiap perusahaan memiliki tujuan masing – masing yang ingin dicapai. Namun, tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah mendapatkan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan maupun kegiatan insidental perusahaan. Untuk memenuhi target perusahaan, perusahaan juga mengharapkan bantuan dana dari pihak eksternal untuk mendukung kegiatan perusahaan. Pihak eksternal yang dimaksud adalah kreditor dan investor. Pihak eksternal tersebut, mengharapkan pula *feed back* dari perusahaan. Dividen yang diberikan oleh perusahaan diharapkan oleh Investor sedangkan Kreditor mengharapkan bunga.

Tujuan investor menanamkan dananya kepada perusahaan adalah untuk mendapatkan pengembalian atau *return* yang berupa dividen maupun dalam bentuk *capital gain*. Pembagian dividen oleh perusahaan menunjukkan tingkat likuiditas perusahaan tersebut, selain itu berfungsi untuk memaksimalkan harga saham perusahaan. Manajer selaku penerima wewenang dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 1998).

Dengan adanya pemberian dividen oleh perusahaan, maka perusahaan dianggap telah memenuhi kewajibannya kepada investor. Apabila dividen yang diberikan perusahaan tinggi, maka dianggap perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, secara tersirat diatur dalam konflik keagenan antara manajemen (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Kebijakan pembayaran dividen merupakan salah satu keputusan penting yang dilakukan oleh perusahaan, karena berkaitan dengan rencana investasi perusahaan di masa yang akan datang. Rencana investasi yang dimaksudkan mengenai jumlah laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan jumlah laba bersih yang akan diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan. Fama dan French (1998) dalam Hasnawati (2005), menyatakan bahwa keputusan perusahaan tersebut dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan yang dilakukan dengan hati – hati dan tetap, karena keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap nilai perusahaan.

Keputusan keuangan yang harus dipertimbangkan dengan baik adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Dari sisi investor, dividen merupakan salah satu

¹Corresponding author

faktor yang mempengaruhi peningkatan pemberian dana di pasar modal. Pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham.

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan, Adhi A.W. (2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. La Porta, et al, (1999) juga menjelaskan tentang struktur kepemilikan yang diantaranya kepemilikan publik atau *widely held* yang memiliki arti kepemilikan yang tersebar ke publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *Dividend Payout Ratio*. Besar kecilnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan juga tergantung dari masing-masing kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan serta pertimbangan beberapa faktor. Nuringasih (2005) menyebutkan bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat hutang atau *Leverage*. Perusahaan akan cenderung menahan labanya apabila hutang tinggi dan menggunakan laba tersebut untuk melunasi hutang terlebih dahulu, sehingga perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan yang diperoleh setelah bunga dan pajak. Semakin besar keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan maka akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Apabila profitabilitas perusahaan baik maka para stakeholder yang terdiri dari kreditur, supplier, dan juga investor akan melihat sejauh mana perusahaan dapat menghasilkan laba dari penjualan dan investasi perusahaan. Sehingga semakin tinggi profitabilitas yang dihasilkan oleh suatu perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dihasilkan oleh perusahaan.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Agency Theory

Agency Theory merupakan teori yang mengatur hubungan antara pemegang saham (principal) dengan manajer (agent). Principal memberikan wewenang kepada agen untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan principal. Dengan demikian, setiap keputusan manajer adalah keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Apabila manajer bertindak untuk mementingkan kepentingan individunya daripada kepentingan pemegang saham maka perusahaan akan dirugikan. Keadaan inilah yang memunculkan konflik keagenan antara manajer dengan pemilik perusahaan. Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Manajer apabila gagal menjalankan fungsinya akan berisiko tidak ditunjuk lagi sebagai manajer perusahaan, sementara pemegang saham akan berisiko kehilangan modalnya kalau salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan pengelolaan. Sebagai agen pihak manajemen memiliki banyak informasi tentang perusahaan tersebut diantaranya informasi mengenai kemampuan dan risiko perusahaan, serta tata cara mengelola perusahaan. Sedangkan pemegang saham memiliki sedikit informasi dan juga tidak begitu berminat untuk mengetahui cara dan bagaimana perusahaan itu dijalankan. Perbedaan informasi tersebut menyebabkan agen lebih mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan perusahaan sehingga merugikan prinsipal.

Masalah keagenan ini akan menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring*), biaya ikatan (*bonding*), biaya sisa (*residual loss*). Untuk mengurangi *Agency Cost* terdapat beberapa alternatif yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Menurut Jensen dan Meckling (1976) penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik saham. Kedua dengan menggunakan kebijakan hutang. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan monitoring terhadap manajemen. Namun bila biaya monitoring tersebut tinggi maka mereka akan menggunakan pihak ketiga yaitu *debtholders*. *Debtholders* yang sudah menanamkan

dananya diperusahaan dengan sendirinya akan melakukan pengawasan akan penggunaan dana tersebut. Ketiga melalui peningkatan *dividen payout ratio* bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus *bonding* menurut Crutchley dan Hansen (1989). Dengan demikian dividen dapat berfungsi untuk mengontrol perilaku manajer. Perusahaan membutuhkan kegiatan manajemen agar tujuan perusahaan tercapai. Persentase kepemilikan manajerial merupakan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan suatu keputusan. Adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Hipotesis

Menurut Rozeff (1982) menyatakan bahwa penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Selanjutnya Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memberikan kondisi kepada pemegang saham mayoritas untuk memantau manajemen perusahaan, sehingga diharapkan mampu untuk mengatasi masalah *free rider* terkait dengan kepemilikan saham dispersi dimana tidak ada pemegang saham tunggal yang artinya dapat mengeluarkan biaya *monitoring* untuk kepentingan semua pemegang saham. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh dan kontrol yang lebih kuat dalam memonitor dan mengendalikan manajemen sehingga dinilai lebih efisien menekan terjadinya masalah agensi yang ada di perusahaan. Jadi bisa disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi memiliki masalah agensi yang relatif kecil sehingga diharapkan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil.

H2 : Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa pemegang saham mayoritas lebih memilih untuk mengambil keuntungan pribadi yang tidak dimiliki oleh pemegang saham publik. Keuntungan pribadi yang tidak dimiliki oleh pemegang saham publik adalah mengatur kebijakan perusahaan, menentukan keputusan strategis manajemen. Lesmana (2006) beragumen bahwa proteksi investor berasosiasi dengan *Dividend Payout Ratio* yang lebih tinggi dan sebaliknya. Pemegang saham merasa terproteksi dengan baik akan bersedia menerima dividen yang rendah dan tingkat reinvestasi yang tinggi dari perusahaan yang tinggi dari perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi karena adanya keyakinan investasi tersebut akan menghasilkan pembayaran dividen yang tinggi. Dapat disimpulkan kepemilikan saham publik yang tinggi menyebabkan pembayaran dividen yang tinggi juga.

H3 : Kepemilikan saham publik berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Agency cost yang rendah dimiliki perusahaan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi. Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membuat kontrol maupun proses pengawasan terhadap para manajer tidak hanya dilakukan oleh para pemegang saham tetapi juga dilakukan oleh pihak kreditur. Hal ini akan mengurangi ketergantungan para pemegang saham terhadap dividen sebagai salah satu mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan.

H4 : Leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Menurut *Smoothing Theory* yang dikembangkan oleh Lintner (1956), jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Dapat

disimpulkan bahwa perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula arus kas dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi (Jensen, *et al.*, 1992).

H5 : ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2011. Metode pengumpulan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Sampel yang diambil adalah perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2011 dan termasuk dalam sektor non-keuangan. Variabel terikat atau variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, sedangkan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, *leverage*, dan *return on assets*.

Tabel 1 Definisi dan Operasionalisasi Variabel

Variabel Dependen	
DIVE	<i>dividend per share/ earning per share</i>
Variabel Independen	
INST	$INST = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{total saham beredar}}$
MAN	$Man = \frac{D_{it} + C_{it} \text{ Share}}{\text{Total Share}_{it}}$
PUB	jumlah saham yang disebar oleh perusahaan kepada publik dan kepemilikan tersebut selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi, pihak asing ataupun family
LEVERAGE	$DebttoAssetRatio = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Aset Perusahaan}}$
ROA	$ROA = \frac{\text{Laba sebelum pajak (Earning before Interest and taxes)}}{\text{Total aset (Total Assets)}}$
Variabel Kontrol	
SIZE	jumlah total aset perusahaan

Pada penelitian ini pengujian model dan hipotesis dilakukan dengan menggunakan alat analisis regresi berganda. Model regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

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

Dengan

Y = *Dividend Payout Ratio*

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_6$ = Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen

X_1 = Kepemilikan saham institusional

X_2 = Kepemilikan saham manajerial

X_3 = Kepemilikan saham publik

X_4 = *Debt to Total Asset*

X_5 = *Return On Asset*

X_6 = *Log Natural of Total Asset*

e = *The unobserved error component*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2011. Jumlah keseluruhan perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 adalah sebanyak 248 perusahaan. Perusahaan yang tidak membagikan dividen 2010-2012 adalah 145 perusahaan. Karena 67 diantaranya tidak memiliki data yang lengkap, dan terdapat 5 sampel *outlier* maka hanya terdapat 31 perusahaan yang dapat digunakan untuk melakukan penelitian. Jumlah tahun penelitian adalah 3 tahun maka hasil akhir sampel observasi adalah 93 perusahaan.

Tabel 2 Metode Pengambilan Sampel Penelitian

No.	Keterangan	Jumlah
1.	Perusahaan terdaftar di BEI dari tahun 2009-2011	413
2.	Perusahaan <i>finance</i> terdaftar di BEI dari tahun 2009-2011	165
3.	Perusahaan tidak membagi dividen dari tahun 2010-2012	145
4.	Perusahaan yang tidak mencantumkan kelengkapan data	67
5.	Sampel <i>Outlier</i>	5
6.	Sampel Akhir	31
Sampel akhir yang diobservasi 2009-2011		93

Statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai variabel-variabel dalam penelitian yang dilihat dari nilai rata-rata (mean), standar deviasi, nilai maksimum, dan nilai minimum. Hasil analisis statistik deskriptif dari masing-masing variabel dalam penelitian menggunakan program SPSS disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 3 Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Dev
Dive	93	,0033	1,0000	,359097	,1964010
Man	93	,00	,26	,0481	,07763
Inst	93	,13	,96	,6159	,17955
Pub	93	,04	,77	,3312	,17429
Lev	93	,00	,87	,4583	,23631
Roa	93	-,01	,47	,1321	,09024
Size	93	10,86	14,19	12,7403	,81145
Valid N (listwise)	93				

Berdasarkan tabel 3 jumlah sampel yang digunakan dalam melakukan penelitian adalah sebanyak 93 observasi. *Dividend Payout Ratio* dilambangkan dengan *dive* sebagai variabel dependen memiliki nilai minimal sebesar 0,0033, nilai maksimal 1,00, rata-rata 0,359097, dan standar deviasi 0,1964010. Kepemilikan saham manajerial dilambangkan dengan *man* memiliki nilai minimal sebesar 0,00, nilai maksimum sebesar 0,26, rata-rata 0,0481, dan standar deviasi 0,07763. Kepemilikan saham institusional dilambangkan dengan *inst* memiliki nilai minimal sebesar 0,13 nilai maksimal sebesar 0,96 rata-rata sebesar 0,6159 dan standar deviasi sebesar 0,1795540. Kepemilikan saham publik dilambangkan dengan *pub* memiliki nilai minimal sebesar 0,04, nilai maksimum sebesar 0,77, rata-rata sebesar 0,3312, dan standar deviasi 0,17429. *Debt to Total Asset* dilambangkan dengan *lev* memiliki nilai minimum sebesar 0,00, nilai maksimum sebesar 0,87, rata-rata 0,4583, dan standar deviasi 0,23631. Selanjutnya, *Return On Asset* dilambangkan dengan *ROA* memiliki nilai minimum -0,01, nilai maksimum 0,47, rata-rata 0,1321, standar deviasi 0,09024. Ukuran Perusahaan dilambangkan dengan *size* memiliki nilai minimum 10,86 nilai maksimum 14,19 rata-rata 12,7403, standar deviasi 0,81145.

Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t) bertujuan untuk menguji hipotesis dan mengetahui hubungan signifikansi dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Sebelum dilakukan uji tersebut telah dilakukan uji asumsi klasik dan hasilnya data

penelitian ini lolos dalam uji asumsi klasik. Hasil uji t dalam penelitian ini ditunjukkan dalam tabel 4. Dari tabel 4 dapat dilihat bahwa kepemilikan saham manajerial berhubungan positif dengan *Dividend Payout Ratio* dan signifikan dengan nilai-t kepemilikan saham manajerial (Man) sebesar 2,568 dengan probabilitas 0,012 (signifikan pada tingkat probabilitas 5%). Dalam kata lain, kepemilikan saham manajerial merupakan variabel atau faktor yang dapat menjelaskan *Dividend Payout Ratio*.

Hasil ini membuktikan bahwa *agency cost theory* yang menyatakan bahwa kebijakan pembayaran dividen menjadi sinyal yang ingin disampaikan perusahaan kepada investor adalah benar. Terbukti bahwa kebijakan dividen yang ditetapkan perusahaan salah satunya dipengaruhi oleh kepemilikan saham manajerial. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan melihat besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dalam mengambil kebijakan dividen. Perusahaan dengan menetapkan presentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada presentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil. Hal ini disebabkan karena fungsi dari investor dan kreditor sebagai monitoring/pengawasan. Manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividend dan kepemilikan manajerial digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Penelitian ini juga pernah dilakukan di Indonesia. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Nuringasih (2005) dan mendapatkan hasil kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen di Indonesia.

Tabel 4 Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,302	,457		-2,848	,005
Man	,976	,380	,386	2,568	,012
Inst	,092	,231	,091	,396	,693
1 Pub	-,303	,258	-,269	-1,177	,242
Lev	-,132	,079	-,159	-1,669	,099
Roa	,462	,212	,212	2,179	,032
SIZE	,130	,028	,537	4,727	,000

a. Dependent Variable: Dev

Sumber : data sekunder yang diolah, 2009-2011

* Signifikan pada $\alpha=5\%$ (0,05)

**Signifikan pada $\alpha=10\%$ (0,10)

Dari tabel 4, terlihat bahwa variabel kepemilikan saham institusional tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Dengan demikian, H2 tidak diterima. Koefisien beta yang menunjukkan arah positif tidak sejalan dengan pengembangan hipotesis. Berdasarkan uji statistik deskriptif, terlihat bahwa rata-rata dari variabel kepemilikan saham institusional adalah sebesar 0,615874. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa apabila sampel memiliki nilai kepemilikan saham institusional $>0,615874$ maka sampel tersebut memiliki tingkat kepemilikan saham institusional yang tinggi, dan apabila 0,615874 maka sampel tersebut memiliki tingkat kepemilikan saham institusional yang rendah. Data penelitian yang diperoleh menunjukkan dari 93 observasi, terdapat 27 perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham institusional tinggi yang memiliki *Dividend Payout Ratio* diatas rata-rata dan terdapat 25 perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham institusional tinggi yang memiliki *Dividend Payout Ratio* dibawah rata-rata. Artinya, sebanyak 51% perusahaan yang memiliki kepemilikan saham institusional tinggi yang mengeluarkan kebijakan dividen berupa *Dividend Payout Ratio* diatas rata-rata. Sedangkan perusahaan yang memiliki kepemilikan saham institusional tinggi dan mengeluarkan kebijakan dividen berupa dividend payout dibawah rata-rata memiliki persentase sebanyak 49%.

Perbedaan prosentase yang tidak terlalu jauh antara perusahaan dengan memiliki kepemilikan saham institusional diatas rata-rata dalam mengungkapkan *Dividend Payout Ratio*

diatas rata-rata dan dibawah rata-rata dapat menyebabkan hasil uji statistik menjadi tidak signifikan. Hal tersebut dikarenakan prosentase baik perusahaan dengan perusahaan yang membagikan dividen tinggi maupun rendah, sama-sama memiliki jumlah kepemilikan institusi yang tinggi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2009) yang mendapatkan hasil variabel kepemilikan institusional dinyatakan mempunyai arah positif dan tidak signifikan.

Dari penelitian yang telah dilakukan, terlihat bahwa variabel kepemilikan saham publik tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Dengan demikian, H3 tidak diterima. Koefisien beta yang menunjukkan arah negatif tidak sejalan dengan pengembangan hipotesis. Berdasarkan uji statistik deskriptif, terlihat bahwa rata-rata dari variabel kepemilikan saham publik adalah sebesar 0,331204. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa apabila sampel memiliki nilai kepemilikan saham publik $>0,331204$ maka sampel tersebut memiliki tingkat kepemilikan saham publik yang tinggi, dan apabila kepemilikan saham publik $<0,331204$ maka sampel tersebut memiliki tingkat kepemilikan saham publik yang rendah. Data penelitian yang diperoleh menunjukkan dari 93 observasi, terdapat 28 perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham publik rendah yang memiliki *Dividend Payout Ratio* diatas rata-rata dan terdapat 22 perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham publik rendah yang memiliki *Dividend Payout Ratio* dibawah rata-rata. Artinya, sebanyak 56% perusahaan yang memiliki kepemilikan saham publik rendah yang mengeluarkan kebijakan dividen berupa *Dividend Payout Ratio* diatas rata-rata. Sedangkan perusahaan yang memiliki kepemilikan saham publik rendah dan mengeluarkan kebijakan dividen berupa *dividend payout* dibawah rata-rata memiliki persentase sebanyak 44%.

Perbedaan prosentase yang tidak terlalu jauh antara perusahaan dengan memiliki kepemilikan saham publik dibawah rata-rata dalam mengungkapkan *Dividend Payout Ratio* diatas rata-rata dan dibawah rata-rata dapat menyebabkan hasil uji statistik menjadi tidak signifikan. Hal tersebut dikarenakan prosentase baik perusahaan yang membagikan dividen tinggi maupun rendah, sama-sama memiliki jumlah kepemilikan publik yang rendah. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lesmana (2006) bahwa variabel kepemilikan saham publik tidak dapat menjelaskan variabel kebijakan dividen. Tidak adanya pengaruh kepemilikan saham publik terhadap *Dividend Payout Ratio* menguatkan argumen Modigliani dan Miller (1961) bahwasanya rasio pembayaran dividen (DPR) hanya merupakan bagian kecil saja dari keputusan investasi perusahaan dikarenakan DPR tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham khususnya pemegang saham publik. Lebih jelasnya nilai perusahaan sepenuhnya ditentukan oleh kekuatan aktiva perusahaan dalam menghasilkan laba, atau kebijakan investasinya dan perlakuan laba menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Dari hasil penelitian juga dapat dilihat bahwa *Leverage* berhubungan negatif dengan *Dividend Payout Ratio* dan signifikan dengan nilai-t *Leverage* sebesar -1,669 dengan probabilitas 0,099 (signifikan pada probabilitas 10%). Dalam kata lain, *Leverage* merupakan variabel atau faktor yang dapat menjelaskan *Dividend Payout Ratio*. Dari penelitian yang telah dilakukan, terlihat bahwa variabel *Leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Dengan demikian, H4 diterima. Koefisien beta yang menunjukkan arah negatif sejalan dengan pengembangan hipotesis.

Hasil dari penelitian Ramli (2010) yang dilakukan di negara malaysia juga menemukan bahwa tingkat hutang atau *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia yang dilakukan oleh Nuringsih (2005), Pujiastuti (2008) dan Dewi (2008) juga menemukan bahwa variabel tingkat hutang atau *Leverage* yang dihitung menggunakan *debt to asset ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung membagikan dividen yang lebih kecil karena perusahaan memiliki beban bunga yang tinggi sehingga sebagian besar laba akan digunakan untuk melunasi hutang. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian Al-Ajmi dan Hussain (2011) yang melakukan penelitian di Saudi Arabia.

Dari hasil penelitian dapat dilihat bahwa *Return On Asset (ROA)* berhubungan positif dengan *Dividend Payout Ratio* dan signifikan dengan nilai-t ROA sebesar 2,179 dengan probabilitas 0,032 (signifikan pada probabilitas 5%). Dapat disimpulkan, ROA merupakan variabel atau faktor yang dapat menjelaskan *Dividend Payout Ratio*. Dari penelitian yang telah dilakukan,

terlihat bahwa variabel ROA memiliki pengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Dengan demikian, H5 diterima. Koefisien beta yang menunjukkan arah positif sejalan dengan pengembangan hipotesis.

Kondisi ini sesuai dengan teori yang ada dimana bila terjadi kenaikan ROA maka *Dividend Payout Ratio* akan semakin tinggi. ROA yang tinggi menunjukkan kemampuan membayar dividen tinggi sehingga *Dividend Payout Ratio* tinggi. Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *Information content or signaling hypothesis*, Mondigliani-Miller (1961) yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang, berdasarkan teori tersebut menunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui asset yang dimiliki yang tercermin dalam *Return On Asset* (ROA) menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang tercermin dalam *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Hasil yang sama juga ditemukan dalam penelitian Amidu dan Abor (2006) pada perusahaan di Ghana Stock Exchange menemukan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Ramli (2010) yang dilakukan di negara Malaysia juga menyebutkan hasil bahwa ROA berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Al-Ajmi dan Hussain (2011), tetapi dalam penelitian ini regresi yang dilakukan dengan *Partial Adjustment Model* (PLS), sedangkan penelitian ini menggunakan regresi berganda. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan membagikan dividen yang lebih besar sebagai sinyal kepada para pemegang saham bahwa perusahaan dalam kondisi *profitable* dan memiliki prospek yang baik di masa datang. Hasil ini berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) yang dilakukan pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Hasil uji T menunjukkan bahwa variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka akan semakin besar dividen yang dibagikan. Perusahaan besar memiliki kemudahan akses untuk masuk kepasar modal, sehingga akan mengurangi ketergantungan perusahaan pada pendanaan yang bersumber dari laba yang ditahan. Hal ini menyebabkan perusahaan besar memiliki kemampuan untuk mendistribusikan dividen dalam jumlah yang besar dibanding perusahaan dengan total aset yang lebih kecil.

KESIMPULAN

Penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial, Kepemilikan Saham Institusional, Kepemilikan Saham Publik, *Leverage* dan *Return On Asset* terhadap Kebijakan Dividen. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 - 2011. Dari hasil pengujian regresi berganda, dapat disimpulkan bahwa:

1. Hasil uji hipotesis yang pertama menunjukkan bahwa Kepemilikan saham manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat didasari karena penambahan pembagian dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.
2. Hasil uji hipotesis yang kedua menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusional tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan tidak melihat besarnya kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi dalam mengambil kebijakan dividen. Hal ini bisa terjadi karena karena tidak semua investor institusional hanya menginginkan keuntungan dari dividen. Oleh karena itu bila investor pada saat itu tidak menginginkan dividen maka laba perusahaan yang diperoleh lebih baik untuk ekspansi perusahaan sehingga akan meningkatkan kinerja perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham dan kondisi ini akan meningkatkan keuntungan investor institusional.
3. Hasil uji hipotesis yang ketiga menunjukkan bahwa kepemilikan saham Publik tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan dividend payout hanya merupakan bagian kecil saja dari keputusan investasi perusahaan

dikarenakan DPR tidak mempengaruhi kekayaan pemegang saham khususnya pemegang saham publik. Ketika proteksi terhadap investor lemah, pemegang saham publik lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan itu tumbuh baik atau tidak.

4. Hasil uji hipotesis yang keempat menunjukkan bahwa *Leverage* memiliki pengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut dikarenakan perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung membagikan dividen yang lebih kecil karena perusahaan memiliki beban bunga yang tinggi sehingga sebagian besar laba akan digunakan untuk melunasi hutang.
5. Hasil uji hipotesis yang kelima menunjukkan bahwa *Return On Asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan membagikan dividen yang lebih besar sebagai sinyal kepada para pemegang saham bahwa perusahaan dalam kondisi profitable dan memiliki prospek yang baik di masa datang.
6. Berdasarkan hasil pengujian regresi linier berganda, variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Alasan yang didapat adalah perusahaan besar memiliki kemudahan akses untuk masuk ke pasar modal, sehingga akan mengurangi ketergantungan perusahaan pada pendanaan yang bersumber dari laba yang ditahan. Hal ini menyebabkan perusahaan besar memiliki kemampuan untuk mendistribusikan dividen dalam jumlah yang besar dibanding perusahaan dengan total aset yang lebih kecil.

Penelitian yang dilakukan mengandung beberapa keterbatasan yang mungkin mempengaruhi hasil penelitian. Berikut adalah keterbatasan penelitian :

1. Variabel-variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan 30% faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat variabel lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan dividen.
2. Perusahaan yang membagi dividen berturut-turut dalam beberapa tahun berjumlah sangat sedikit, sehingga sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya selama tiga tahun, karena penambahan jumlah tahun penelitian akan mengurangi jumlah sampel.
3. Penelitian ini tidak mengklasifikasikan kepemilikan institusional berdasarkan jenisnya, sehingga tidak diketahui bagaimana pengaruh dan preferensi dari masing-masing jenis kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah diungkapkan, maka diperoleh saran sebagai berikut :

1. Dalam penelitian selanjutnya hendaknya mengembangkan variabel-variabel lain yang diperkirakan dapat mempengaruhi kebijakan dividen.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan sampel perusahaan-perusahaan pada industri yang berbeda sehingga hasil ini dapat dibandingkan.
3. Penelitian yang akan datang dapat mengklasifikasikan kepemilikan institusional berdasarkan jenisnya, diantaranya *Government, Bank & Insurance, Holding Company*, dan *Others*

REFERENSI

- Adhi, A.W. 2002. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial dan Publik, Ukuran Perusahaan, EBIT/Sales, Total Hutang/Total Aset Terhadap Nilai Perusahaan Yang Telah Go Public dan Tercatat di Bursa Efek Jakarta. Thesis S2. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Al- Ajmi, J. dan H.A. Hussain. 2011. Corporate Dividends Decisions: Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12 No.1 pp. 41 – 56.
- Amidu dan Abor. 2006. Determinants Of Dividend Payout Ratios in Ghana, *The Journal of Risk Finance*, Vol. 7 No. 2 pp 136-145.



- Brigham and Houston, J. F. 1998. *Fundamentals of Financial Management 8th Edition*. Harcourt Inc. Orlando.
- Crutchley dan Hansen. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, And Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 4 pp. 36 – 46
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*”, Vol. 10.No. 1. pp. 47 – 58.
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 11 No. 2 pp. 144 – 153.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency Cost Explana-tion of Dividends. *American Economic Review*, Vol. 74 No. 4 pp. 650 – 659.
- Fama, Eugene F and Kenneth French. 1998. Value versus Growth: The International Evidence. *Journal of Finance*, Vol. 53 No. 6 pp. 1975 – 1999.
- Hasnawati, Sri. 2005. Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta. *Journal Accounting and Auditing Indonesia*, Vol. 27 No. 2 pp. 117 – 126.
- Jensen, M. and Meckling, W., 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structur, *Journal of Finance Economics* 3, pp. 305-360.
- Jensen, Donald P. Solberg, dan Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Polices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27 No. 2 pp. 247– 263
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes and Andrei Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2 pp. 471 – 517.
- Lesmana, M Adi. 2006. Analisis Hubungan antara Kepemilikan Saham Minoritas dan *Dividend Payout Ratio* dengan Laba sebagai Variabel Pemoderasi.Skripsi.Universitas Islam Indonesia.Yogyakarta.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, Vol. 46 No.2 pp. 97 – 113.
- Miller, M. H. dan F. Modigliani. 1961. Dividend policy, Growth and The Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34 No. 4 pp. 411 – 433.
- Nuringsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol 2. No 2 pp. 103 – 123.
- Pujiastuti, T. 2008. Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 1, No. 2, h. 183-197.
- Ramli, N. Mazna. 2010. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Paper*, Vol.6 No.1 February 2010 pp.170 – 180.



Rozeff, M. 1982. Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of *Dividend Payout Ratios*. *Journal of Financial Research*, Vol. 5 No. 3 pp. 249 – 259.

Shleifer A and Vishny RW. 1986. Large Stockholders And Corporate Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 95 pp. 461 – 488.