

# Karisma

KAJIAN & RISET MANAJEMEN

Vol. IV No. 2  
April 2010  
ISSN 1978-404X

Pengaruh Kompensasi, Iklim Organisasional, dan Kepuasan Kerja terhadap Kinerja Karyawan PT. Madu Baru Yogyakarta  
*Endang Tri Wabyuni*

Pengaruh *Spiritual Capital* dan *Individual Value* terhadap *Job Performance* pada Rumah Sakit di Wilayah Yogyakarta  
*Hery Sutanto dan Krisnandini Wabyu Pratiwi*

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Pendekatan Teori *Stakeholder*  
*Khoirul Hikmah*

Pengaruh Implementasi Praktik-Praktik Manajemen Rantai Pasokan terhadap Kinerja Rantai Pasok dan Keunggulan Kompetitif  
*Lina Anatan*

Peran Biaya Beralih Pelanggan dalam Penguatan Pengaruh Kualitas Layanan terhadap Loyalitas Pelanggan  
*Surpiko Hapsoro Darpito*

Pengaruh Komisaris Independen dan Pengungkapan Sukarela terhadap Kinerja Perusahaan  
*Tri Siwi Nugrahani dan Fajar Agus Nugroho*



69-78

Pengaruh Kompensasi, Iklim Organisasional, dan Kepuasan Kerja terhadap Kinerja Karyawan PT. Madu Baru Yogyakarta  
*Endang Tri Wahyuni*

79-90

Pengaruh *Spiritual Capital* dan *Individual Value* terhadap *Job Performance* pada Rumah Sakit di Wilayah Yogyakarta  
*Hery Sutanto dan Krisnandini Wabyu Pratiwi*

91-105

Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Pendekatan Teori *Stakeholder*  
*Khoirul Hikmah*

106-117

Pengaruh Implementasi Praktik-Praktik Manajemen Rantai Pasokan terhadap Kinerja Rantai Pasok dan Keunggulan Kompetitif  
*Lina Anatan*

118-131

Peran Biaya Beralih dalam Penguatan Pengaruh Kualitas Layanan terhadap Loyalitas Pelanggan  
*Surpiko Hapsoro Darpito*

132-141

Pengaruh Komisaris Independen dan Pengungkapan Sukarela terhadap Kinerja Perusahaan  
*Tri Sivi Nugrahani dan Fajar Agus Nugrobo*



## **Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Pendekatan Teori Stakeholder**

**Khoirul Hikmah**  
Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta

### **Factors of Dividend Policy: An Approach of Stakeholder Theory**

**ABSTRACT** *Some debates have been considerable around how dividend policy affects shareholder wealth. There are contradictive theories: some researchers believe that dividends increase shareholder wealth while others argue that dividends are irrelevant, and the others believe that dividends decrease shareholder wealth. This study examines relationship the dividend policy decisions and investments decisions of a firm. Data in this study are manufacture firms listed on Indonesia Stock Exchange in 2005 – 2008. Linear regression analysis used to analysis this data. Result of regression analysis finds that independent variable (LTA, INS, GROW, LCSHR, AND FCF) influent together dependent variable (DPR). In Partial, variable LTA, INS and GROW have significant negative effect to DPR, LCSHR have significant positive effect to DPR and FCF has no significant effect to DPR and LCSHR dominant influent to DPR.*

**Keywords:** *dividend pay out ratio, stakeholder theory, size firm, insider ownership, institutional ownership, and free cash flow.*

Setiap perusahaan selalu dihadapkan pada tiga keputusan keuangan, yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan tersebut merupakan keputusan-keputusan keuangan yang harus diambil oleh manajer keuangan pada setiap perusahaan. Kebijakan dividen menentukan penempatan laba perusahaan yang berarti bahwa perusahaan harus membayar kepada pemegang saham atau menginvestasikan kembali ke dalam perusahaan.

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Berhubungan dengan hal tersebut, maka masalah yang akan timbul adalah bagaimana suatu kebijakan dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Keputusan dividen dapat mempengaruhi secara signifikan kebutuhan pembiayaan eksternal perusahaan. Dengan kata lain jika perusahaan membutuhkan pembiayaan, semakin besar dividen tunai yang dibayarkan, semakin besar jumlah pembiayaan yang harus diperoleh dari eksternal melalui pinjaman atau melalui penjualan saham biasa atau saham preferen. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan

*Korespondensi: Khoirul Hikmah, SE, MSi. Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta. Jl. SWK 104 (Lingkar Utara), Condong Catur, Yogyakarta. 55283. E-mail: [khoirulhikmah@ymail.com](mailto:khoirulhikmah@ymail.com)*



demikian perlunya bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang akan mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan. Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya dan yang akan ditahan sebagai *retained earnings*. Perbandingan antara dividen dan keuntungan merupakan rasio pembayaran dividen.

Dividen dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang dibagikan sebagai dividen tersebut merupakan pendapatan bersih sesudah pajak dan bunga. Selain itu kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian dari modal sendiri perusahaan yang digunakan untuk membayar hutang juga merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi besarnya dividen. Pada umumnya perusahaan sebisa mungkin mempertahankan peningkatan dividen dari tahun ke tahun. Dividen yang stabil dapat memberikan kesan kepada investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang, sehingga kepercayaan investor terhadap perusahaan makin besar.

Beberapa penelitian telah mengemukakan bagaimana suatu kebijakan dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian yang menunjukkan hal tersebut, pernah dilakukan oleh Gordon (1959), mengenai bagaimana dividen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, penelitian Miller & Scholes (1978), tentang dividen yang tidak relevan terhadap kesejahteraan pemegang saham, bahkan ada pula penelitian yang dilakukan oleh Litzemberger & Ramaswamy (1979), yang menunjukkan bahwa dividen dapat menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham. Beberapa penelitian tersebut saling kontradiktif, sehingga sering menimbulkan kebingungan pada pihak manajemen maupun pihak lain yang berkepentingan terhadap perusahaan.

Dalam penelitian ini digunakan lima faktor *stakeholder* yang mempengaruhi rasio pembayaran dividen:

**Besarnya perusahaan**

Dari penelitian yang dilakukan oleh Lloyd, Jahera, & Page (1985) dan Vogt (1994), dalam Atika Jauhari Hatta, 1999 mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan.

**Variabel agency cost**

Dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya (Subrahmanyam, Rangan, & Rosenstein, dalam Hatta, 1999).

**Konsentrasi kepemilikan**

Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah, atau secara relatif mempunyai jumlah pemegang saham yang banyak, akan menaikkan rasio pembayaran dividen.

**Free cash flow**

Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya. Semakin tinggi FCF maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

**Variabel transaction cost**

Pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi ekuitas biaya agen namun akan menaikkan biaya transaksi yang berhubungan dengan pendanaan internal (Rozeff, 1982).



Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh besarnya perusahaan, *agency cost*, konsentrasi kepemilikan, *free cash flow*, dan *transaction cost* terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## Dividen

Dividen adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham (pemilik modal sendiri) selain dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, laba bersih itu ditahan di dalam perusahaan untuk membiayai operasi selanjutnya dan disebut sebagai laba ditahan/ *retained earning*.

Macam-macam dividen:

Dividen tunai (*cash dividend*)

Bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk *cash* (tunai). Dividen tunai adalah sumber dari aliran kas untuk pemegang saham dan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang.

Dividen saham (*stock dividend*)

Bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham.

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai signal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen.

Menurut Husnan (1996) dalam menentukan kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut:

Tidak benar bahwa perusahaan seharusnya membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar (bahkan secara teoritis tidak perlu membagi dividen).

Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah (dan rasio payout) yang tidak terlalu besar.

Apabila memang perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen dari pada menerbitkan saham baru.

Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena pembayaran dividen. Masalahnya adalah bahwa untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham, sedangkan pembayaran dividen berarti menerima kas (yang tidak perlu menjual saham). Sayangnya kalau pemodal menjual saham, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, kalau tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan dari pada memperoleh *capital gains*.



- Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan (*personal tax*), maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi, mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen dan memilih menikmati *capital gains*.
- Apabila terdapat bias *in favour of capital gains*, maka pemodal akan lebih menyukai untuk menerima dividen dalam jumlah yang lebih kecil.

### **Pengaruh Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan**

Terdapat sejumlah perdebatan diseperti bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu:

- Dividen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham  
Gordon (1959) dan Lintner (1956), berpandangan bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* ( $D1/P_0$ ), maka semakin tinggi pula nilai dari perusahaan. Gordon dan Lintner berpendapat bahwa investor menilai *dividen payout* lebih besar daripada pertumbuhan ( $g$ ), karena mereka merasa lebih yakin jika menerima *capital gain* dari laba yang ditahan. Pendapat Gordon dan Lintner ini oleh Miller & Modigliani (1961), disebut dengan *the bird in the hand fallacy*.
- Dividen tidak relevan  
Teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan terhadap tingkat kesejahteraan pemegang saham, dikemukakan Martin, Petty, Keown, & Scott (1991); Miller (1986); Miller & Modigliani (1961). Dasar pemikiran yang dikemukakan adalah dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi.
- Dividen menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham  
Teori ini dikemukakan oleh Litzemberger & Ramaswamy (1979). Pandangan yang dikemukakannya bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. Hal ini didasarkan pada pemikiran jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif yang lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan lebih menarik dan lebih banyak diminati.

Berkaitan dengan *clientile effect*, terdapat dua kelompok investor, yaitu:

- Investor yang lebih menyukai untuk memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk pembagian dividen.
- Investor yang menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi.

Dengan adanya dua kelompok tersebut, maka ada kecenderungan perusahaan enggan melakukan perubahan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan perubahan kebijakan dividen akan mengakibatkan beberapa investor akan menjual sahamnya, dan sebagai akibatnya harga saham akan mengalami penurunan.



## Teori Kebijakan Dividen

Teori *Stakeholder* (*stakeholder theory*) memberikan suatu pandangan perusahaan sebagai suatu *nexus of contract* (kumpulan kontrak-kontrak) dengan memasukkan investor dan non-investor sebagai *stakeholder* perusahaan. Teori *stakeholder* ini dikemukakan oleh Cornell & Shapiro (1987) yang melengkapi temuan dari Titman (1984), dengan melihat klaim implisit (*implicit claim*) dari suatu perusahaan. Aspek klaim implisit dari teori *stakeholder*, Cornell & Shapiro menciptakan hubungan antara kepuasan investasi dan keputusan *financial/keuangan* perusahaan, karena tingkat dari *net operating income* dari perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan *financial*, seperti rasio pembayaran dividen (*dividen-payout ratio*). Dengan kata lain kas yang seharusnya digunakan untuk investasi dan nantinya akan memperbesar *net operating income* perusahaan, akan menjadi berkurang jumlahnya jika digunakan untuk membayar dividen.

Satu faktor penting dari teori ini adalah perbedaan antara klaim implisit dan klaim eksplisit dari perusahaan. Klaim eksplisit digolongkan sebagai jaminan produk (*product warranties*), kontrak harga, dan kontrak gaji, atau dengan kata lain merupakan kontrak hukum/sudah jelas hukumnya (*legal law*). Sedangkan klaim implisit digolongkan sebagai klaim dari pihak yang mempunyai hubungan dengan perusahaan, seperti: supplier, distributor, konsumen, klien, ataupun karyawan, misalnya: kemampuan untuk menghasilkan jasa atau pelayanan yang baik, memperkerjakan orang lain tanpa kontrak, atau meneruskan sumber *supply* yang tidak memerlukan negosiasi baru.

Dari teori yang telah dikemukakan diatas, terdapat beberapa faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan dividen yaitu:

**Besarnya perusahaan**

Dari penelitian yang dilakukan oleh Lloyd, Jahera, & Page (1985) dan Vogt (1994), mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan. Perusahaan besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, dimana hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran dividen yang tinggi.

**Variable agency cost**

Dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya (Subrahmanyam, Rangan, & Rosenstein, 1997).

**Konsentrasi kepemilikan**

Jika seorang pemegang saham memegang bagian yang substansial dalam ekuitas perusahaan, *institutional investor* misalnya, maka *monitoring* yang dilakukan terhadap individual ini merupakan aktivitas yang berbiaya rendah sebagai suatu prosentase dari kesejahteraan individual di dalam kepemilikan. Perusahaan dengan konsentrasi pemilikan yang rendah, atau secara relatif mempunyai jumlah pemegang saham yang banyak, akan menaikkan rasio pembayaran dividen.

**Free cash flow**

Secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan. Dengan demikian tingkat FCF yang relatif rendah akan mengurangi biaya agen sehingga kebutuhan



dividen untuk membayar biaya agen menjadi berkurang. Semakin tinggi FCF maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

☑ *Variabel transaction cost*

Pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi ekuitas biaya agen namun akan menaikkan biaya transaksi yang berhubungan dengan pendanaan internal (Rozeff, 1982). Perusahaan yang memiliki pengalaman ataupun mengharapkan tingkat yang tinggi, akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk menghindari biaya untuk pembiayaan internal.

### Penelitian Terdahulu

Penelitian Efendri (1993), yang berjudul "*Faktor-faktor yang Dipertimbangkan dalam Kebijakan Dividen oleh Perusahaan-perusahaan Go Publik di Indonesia*" menggunakan kuisioner untuk mengetahui persepsi manajemen tentang faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan pembagian dividen kas. Penelitian yang menggunakan 84 sampel ini menghasilkan kesimpulan bahwa faktor peningkatan dan penurunan laba termasuk faktor yang sangat penting yang dipertimbangkan manajemen dalam kebijakan pembagian dividen kas.

Penelitian Ramli (1994), yang berjudul "*Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*" menggunakan sampel 63 perusahaan dari tahun 1992 – 1994. Pengujian dilakukan dengan regresi berganda dengan dua variabel independen, yaitu: *earning per share* (EPS) dan *debt equity ratio* (DER), sementara untuk variabel dependennya digunakan *dividen per share*. Hasil secara keseluruhan menyebutkan bahwa besarnya tingkat keuntungan (EPS) berpengaruh positif terhadap besarnya dividen, dan besarnya tingkat hutang berpengaruh negatif terhadap besarnya dividen. Variabel EPS saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Widyantoro (1995), dengan judul "*Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*" menggunakan sampel *purposive* sebesar 81 perusahaan yang telah diaudit pada tahun 1992. Dengan mengajukan model regresi berganda dengan empat variabel independen, yaitu: rencana pembayaran hutang, rencana investasi, rencana penambahan modal kerja, dan tingkat kesejahteraan perusahaan, serta variabel dependennya adalah dividen untuk pemerintah. Hasil penelitian, hanya faktor rencana investasi dan faktor rencana penambahan modal kerja saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

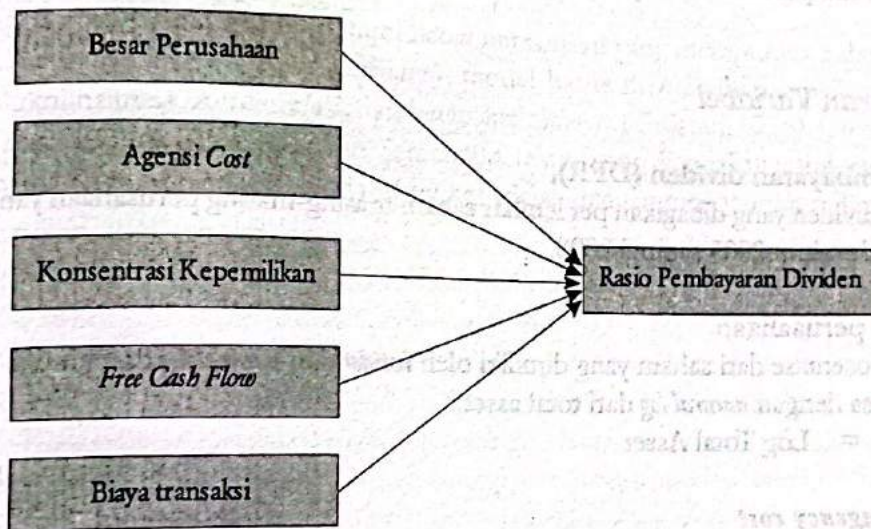
Penelitian Dermawan (1997), yang berjudul "*Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan Yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta tahun 1994*" menggunakan *purposive sampling* dengan jumlah anggota sampel sebanyak 67 perusahaan yang listing di BEJ selama tahun 1991-1996. penelitian tersebut menggunakan analisis regresi berganda terhadap 8 variabel independen, yaitu: rata-rata rasio pembayaran dividen, *delta current liabilities*, *return on investment*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, banyaknya pemegang saham, *net plant* dibagi *total assets*, dan *cash flow variability*, sedangkan variabel dependennya adalah *dividen payout ratio*. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah hanya rata-rata tingkat pertumbuhan dividen yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen. Faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya rasio pembayaran dividen antara perusahaan manufaktur besar dan perusahaan manufaktur kecil berbeda.

Penelitian Hatta (1999), yang berjudul "*Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*" menggunakan *purposive sampling* dengan sampel 85 perusahaan



yang *listing* di BEJ selama tahun 1993 sampai 1999. Penelitian tersebut menggunakan analisis *pooled time series cross-sectional* terhadap 6 variabel independen, yaitu: *Variabel Net Organizational Capital* (NOC), besarnya perusahaan, *variabel agency cost*, konsentrasi kepemilikan, *free cash flow*, dan *variabel transaction cost*, sedangkan variabel dependennya adalah rasio pembayaran dividen. Hasil yang diperoleh adalah terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen, atau dengan kata lain terdapat hubungan regresi antara rasio pembayaran dividen dengan fokus perusahaan, *total asset*, *insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow* dan *grow*. Terdapat hubungan yang positif antara besarnya perusahaan dan rasio pembayaran dividen, dan variabel inilah yang paling dominan mempengaruhi rasio pembayaran dividen.

### Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian

#### H1.

Ada pengaruh yang signifikan antara variabel independen yaitu: besarnya perusahaan, *variabel agency cost*, konsentrasi kepemilikan, *free cash flow*, dan *variabel transaction cost*, secara parsial terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

#### H2.

Variabel besarnya perusahaan adalah faktor yang dominan mempengaruhi rasio pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

## Metode Penelitian

### Sampel

Dalam penelitian ini populasi yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2005-2008 sebanyak 196 perusahaan dan terbagi atas 20 sub sektor. Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa



Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2005-2008. Pengambilan sampel pada penelitian ini adalah dengan menggunakan metode *purposive sampling*.

Kriteria *purposive sampling* untuk perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah:

- Perusahaan manufaktur yang *listing* di BEI sejak tahun 2005-2008.
- Perusahaan yang mempunyai *insider ownership*, serta data-data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini secara lengkap.
- Perusahaan yang mempunyai prosentase kepemilikan institusional.
- Perusahaan yang membagikan dividen secara konsisten selama tiga tahun berturut-turut pada tahun 2005-2008.

Setelah dilakukan *purposive sampling*, maka terdapat 7 perusahaan yang memenuhi kriteria, sementara 189 perusahaan terpaksa didrop karena tidak memenuhi kriteria.

### ***Pengukuran Variabel***

#### **Rasio pembayaran dividen (DPR),**

Besarnya dividen yang dibagikan per lembar saham masing-masing perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2005 sampai 2008.

#### **Besarnya perusahaan**

Regresi prosentase dari saham yang dimiliki oleh *insider* dan *natural log* dari jumlah pemegang saham biasa dengan *natural log* dari total asset.

$$LTA = \text{Log Total Asset}$$

#### ***Variabel agency cost***

Kepemilikan *insider* digunakan untuk mengukur biaya agen, yaitu dengan menghitung prosentase dari *total share outstanding* yang dimiliki oleh *insider*.

$$INS = \text{Residual insider ownership}$$

#### **Konsentrasi kepemilikan**

Pengukuran kedua dari biaya agen adalah dengan memonitor/mengawasi (*monitoring*) manajer yang dilakukan oleh pemegang saham. Jika seorang pemegang saham memegang bagian yang substansial dalam ekuitas perusahaan, institutional investor misalnya, maka *monitoring* yang dilakukan terhadap individual ini merupakan aktivitas yang berbiaya rendah sebagai suatu prosentase dari kesejahteraan individual di dalam kepemilikan.

$$LCSHR = \text{Residual natural log dari jumlah pemegang saham}$$

#### ***Free cash flow***

Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya.

$$FCF = \frac{(\text{Operating Expenses} - \text{deviden})}{\text{totalasset}}$$



**Variabel transaction cost**

Indikator tingkat pertumbuhan pendapatan di tahun yang akan datang (Moh'd, Perry dan Rimbey 1995) dimana dalam penelitian ini tingkat pertumbuhan yang digunakan adalah tingkat pertumbuhan pendapatan dari tahun 2003-2005.

$$GROW = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Keterangan :

St = penjualan tahun t

St-1 = penjualan tahun t-1

**Analisis data**

Agar model regresi yang diajukan menunjukkan persamaan yang mempunyai hubungan yang valid/BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), model harus memenuhi asumsi-asumsi tidak terjadi multikolinearitas, autokorelasi, dan heterokedastisitas (Gujarati, 1995). Oleh karena itu pengujian asumsi klasik perlu dilakukan. Sementara, teknik yang digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat adalah dengan menggunakan Regresi Linier Berganda.

**Hasil**

**Uji Asumsi Klasik**

**Uji Autokorelasi**

Tabel 1. Hasil Uji Autokorelasi

N	D statistical (DW)	dl	du	keterangan
11	1,235	0,316	2,645	Tidak ada autokorelasi

Dari Tabel 1. diketahui besarnya nilai DW (Durbin Watson) adalah 1,235, maka  $(4 - dl) < dw < 4$  yaitu  $(4 - 0,316) < 1,235 < 4$ , sehingga dengan demikian terbukti tidak mengandung gejala autokorelasi (autokorelasi negatif).

**Uji Heteroskedastisitas**

Tabel 2. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Koefisien korelasi	Probabilitas	Signifikansi 5%
LTA dengan standar residual	0,236	0,684	Tidak signifikan
INS dengan standar residual	-0,155	0,549	Tidak signifikan
LCSHR dengan standar residual	0,091	0,790	Tidak signifikan
FCF dengan standar residual	-0,055	0,973	Tidak signifikan
GROW dengan standar residual	0,091	0,890	Tidak signifikan



Dari Tabel 2. diketahui bahwa tidak adanya gejala heteroskedastisitas (hasil tidak signifikan), hal tersebut terlihat dari probabilitas yang lebih besar dari 5%,

#### Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi jika dua atau lebih variabel independen berkorelasi satu sama lain. Variabel yang menyebabkan multikolinearitas dapat dideteksi atau diketahui dari nilai *tolerance* yang lebih kecil dari 0,1 atau nilai VIF yang lebih besar dari 10.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

Variabel	Tolerance value	VIF	keterangan
LTA	0,166	8,637	Tidak terjadi multikolinearitas
INS	0,157	7,797	Tidak terjadi multikolinearitas
LCSHR	0,515	8,720	Tidak terjadi multikolinearitas
FCF	0,452	4,843	Tidak terjadi multikolinearitas
GROW	0,686	2,807	Tidak terjadi multikolinearitas

Tidak terjadinya gejala autokorelasi, heteroskedastisitas, dan multikolinearitas dalam persamaan regresi menunjukkan bahwa persamaan regresi tersebut valid.

#### Pengujian Hipotesis

Dalam penelitian ini digunakan model regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DPR = \beta_0 + \beta_1LTA + \beta_2INS + \beta_3LCSHR + \beta_4FCF + \beta_5GROW + e$$

Keterangan:

DPR: rasio pembayaran dividen dari perusahaan i dalam tahun fiskal t

LTA: *natural log* dari total asset perusahaan i tahun t

INS: *residual* dari *insider ownership* untuk perusahaan i tahun t; *regressed on LTA*

LCSHR: *Residual* dari *natural log* dari jumlah pemegang saham biasa untuk perusahaan i tahun t; *regressed on LTA*

FCF: free cash flow untuk perusahaan i tahun t

GROW: Pertumbuhan penjualan dari perusahaan i tahun t.

Tabel 4. Hasil uji Linier Berganda setelah dilakukan uji Normalitas

Variabel Independent	Koefisien Regresi	Standar Error	Koefisien Beta	t	Sig.
Constanta	0,925	0,4	-	4,900	0,004
LTA	-0,0734	0,044	-1,290	-4,594	0,006
INS	-0,00811	0,005	-0,722	-2,898	0,034
LCSHR	0,07925	0,052	1,613	5,719	0,002
FCF	-0,860	0,914	-0,323	-2,008	0,101
GROW	-0,495	0,170	-0,653	-5,231	0,003
R	0,225				
R square	0,105				
F	40,911				0,002



Variabel dependen: DPR (*Dividend Payout Ratio*)

Keterangan: LTA = *Log Total Assets*, INS = *insider ownership*, LCSHR = *Residual natural log* dari jumlah pemegang saham, FCF = *Free Cash Flow*, GROW = tingkat pertumbuhan.

Sehingga model regresi linier berganda yang digunakan dalam penelitian ini:

$$DPR = 0,925 - 0,0734LTA - 0,00811INS + 0,07925LCSHR - 0,860FCF - 0,495GROW$$

Berdasarkan persamaan regresi di atas, dapat diinterpretasikan bahwa konstanta sebesar 0,925 menunjukkan bahwa apabila tidak dipengaruhi oleh besarnya perusahaan (LTA), *agency cost* (INS), *Payout Ratio* (DPR) sebesar 0,925 satuan.

Besarnya perusahaan mempunyai hubungan yang negatif terhadap DPR dengan koefisien sebesar -0,0734 yang berarti apabila besarnya perusahaan mengalami peningkatan sebesar 1% maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0,0734% begitu pula sebaliknya, dengan asumsi bahwa variabel lain dianggap konstan. Hal ini berlawanan dengan teori dalam penelitian ini bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam pembayaran dividen, bahwa perusahaan yang besar akan memberikan rasio pembayaran dividen yang tinggi.

Variabel *agency cost* mempunyai hubungan yang negatif terhadap DPR dengan koefisien sebesar -0,00811 yang berarti apabila variabel *agency cost* mengalami peningkatan sebesar 1% maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0,00811% begitu pula sebaliknya, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Hal ini mendukung teori dalam penelitian ini yaitu dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya akan semakin menurun.

Konsentrasi kepemilikan mempunyai hubungan yang positif terhadap DPR dengan koefisien sebesar 0,07925 yang berarti apabila konsentrasi kepemilikan mengalami peningkatan sebesar 1% maka DPR akan mengalami kenaikan sebesar 0,07925% begitu pula sebaliknya, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Hal ini mendukung teori dalam penelitian ini yaitu perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah, atau secara relatif mempunyai jumlah pemegang saham yang banyak, akan menaikkan rasio pembayaran dividen.

*Free cash flow* mempunyai hubungan yang negatif terhadap DPR dengan koefisien sebesar -0,860 yang berarti apabila FCF mengalami peningkatan sebesar 1% maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0,860% begitu pula sebaliknya, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Hal ini berlawanan dengan teori dalam penelitian ini yaitu semakin tinggi FCF maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

Variabel *transaction cost* mempunyai hubungan yang negatif terhadap DPR dengan koefisien sebesar -0,495 yang berarti apabila variabel *transaction cost* mengalami peningkatan sebesar 1% maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0,495% begitu pula sebaliknya, dengan asumsi variabel lain dianggap konstan. Hal ini mendukung teori dalam penelitian ini perusahaan yang memiliki pengalaman ataupun yang mengharapkan tingkat pertumbuhan tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah.

### Pengujian Model

Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa model fit. Hal ini bisa dilihat dari nilai F sebesar 40,911 dan tingkat signifikansi F sebesar 0,002, atau dibawah tingkat signifikansi 5%.

### Pengujian hipotesis 1

Hasil analisis regresi linear berganda menunjukkan bahwa secara parsial besarnya perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan nilai t hitung



sebesar -4,595 dan tingkat signifikansi  $t$  sebesar 0,006 atau dibawah tingkat signifikansi 5%. Berarti besarnya perusahaan berpengaruh pada rasio pembayaran dividen tetapi arahnya berlawanan, semakin besar perusahaan maka biaya-biaya lain akan semakin meningkat dan akhirnya rasio pembayaran dividen semakin menurun. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menyebutkan bahwa besarnya perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa secara parsial *agency cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan nilai  $t$  hitung sebesar -2,898 dan tingkat signifikansi  $t$  sebesar 0,034 atau dibawah tingkat signifikansi 5%. Berarti *agency cost* berpengaruh pada rasio pembayaran dividen tetapi arahnya berlawanan. Hal ini sejalan dengan teori yang ada yaitu semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya semakin menurun, sehingga rasio pembayaran dividen juga akan menurun. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menyebutkan bahwa *agency cost* tidak berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap DPR.

Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa secara parsial konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan  $t$  hitung sebesar 5,719 dan tingkat signifikansi  $t$  sebesar 0,002 atau dibawah tingkat signifikansi 5%. Berarti konsentrasi kepemilikan berpengaruh pada rasio pembayaran dividen dengan arah yang sama, hal ini sejalan dengan teori yang menyebutkan bahwa perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah atau perusahaan dengan jumlah pemegang saham yang banyak akan menaikkan rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menyebutkan bahwa konsentrasi kepemilikan tidak berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap DPR.

Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa secara parsial *free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan  $t$  hitung sebesar -2,008 dan tingkat signifikansi  $t$  sebesar 0,101 atau diatas tingkat signifikansi 5%. Berarti *free cash flow* tidak berpengaruh pada rasio pembayaran deviden dan arahnya pun berlawanan, kemungkinan kas yang menganggur tersebut digunakan untuk investasi kembali dari pada untuk pembayaran dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menyebutkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap DPR.

Hasil analisis regresi linier berganda menunjukkan bahwa secara parsial *transaction cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan  $t$  hitung sebesar -5,231 dan tingkat signifikansi  $t$  sebesar 0,003 atau dibawah tingkat signifikansi 5%. Berarti *transaction cost* berpengaruh pada rasio pembayaran dividen dan arahnya berlawanan, hal ini sejalan dengan teori yang menyebutkan bahwa perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002) yang menyebutkan bahwa *transaction cost* tidak berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap DPR.

Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa yang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DPR adalah tiga variabel yaitu *agency cost*, konsentrasi kepemilikan, dan *transaction cost*.

## Pengujian hipotesis 2

Hasil uji parsial memperlihatkan bahwa variabel bebas yang dominan adalah variabel konsentrasi kepemilikan (LCSHR) dengan koefisien Beta 1,613 dan mempunyai hubungan yang signifikan



terhadap variabel dependen. Dikatakan dominan karena kenaikan DPR 1,613 sebagai akibat kenaikan konsentrasi kepemilikan sebesar 1% mengakibatkan besarnya kenaikan ini jauh lebih tinggi dibandingkan kenaikan yang disebabkan oleh variabel bebas lainnya. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar konsentrasi kepemilikan, maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen semakin tinggi. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa variabel besarnya perusahaan merupakan faktor yang dominan terhadap DPR tidak terbukti. Berdasarkan hasil pengujian dihasilkan bahwa variabel bebas yang dominan berpengaruh terhadap DPR adalah variabel konsentrasi kepemilikan. Perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang rendah, atau perusahaan dengan jumlah pemegang saham yang relatif banyak akan menaikkan rasio pembayaran dividen.

## Pembahasan

Besarnya perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, *agency cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR, *free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR, *transaction cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa yang terbukti berpengaruh signifikan terhadap DPR adalah tiga variabel yaitu *agency cost*, konsentrasi kepemilikan dan *transaction cost*. Dari kelima variabel hanya pengaruh variabel *free cash flow* terhadap DPR yang sesuai dengan penelitian Hatta (2002), sedangkan pengaruh besarnya perusahaan, *agency cost*, konsentrasi kepemilikan, dan *transaction cost* terhadap DPR bertentangan.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Ali, Khan, & Ramirez (1993) hanya variabel konsentrasi kepemilikan yang hasilnya konsisten dengan di Indonesia. Penelitian Efendri (1993) menyatakan tidak seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (Variabel AVE, DPR, DCR, LBT dan ROI). Selanjutnya penelitian Dermawan, hanya variabel AV,GR, DV saja yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen.

## Saran

Sebagai implikasi dari hasil penelitian ini, peneliti memberikan beberapa saran sebagai berikut: dari hasil penelitian dapat dilihat bahwa perusahaan dengan jumlah pemegang saham yang banyak akan menaikkan rasio pembayaran dividen. Ini dikarenakan perusahaan dengan jumlah pemegang saham yang banyak dipercaya mampu memberikan dividen bagi para pemegang saham. Dengan adanya kepercayaan itu maka para investor akan tertarik menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut, dan semakin banyak jumlah pemegang saham maka dividen yang dibagikan juga semakin banyak. Jadi bagi investor yang ingin berinvestasi agar memilih perusahaan yang memiliki pemegang saham yang banyak.

Bagi penelitian lebih lanjut mengenai *Dividen Payout Ratio*, penelitian tersebut dapat dilakukan dengan menambah periode pengamatan maupun menambah variabel bebasnya. Peneliti dapat mengambil sampel secara lebih random tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur saja.



Proksi yang digunakan dalam penelitian ini sebagian mengacu pada penelitian yang dilakukan di Amerika sehingga kondisinya tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia sehingga dapat mencari proksi lain yang sesuai dengan kondisi di Indonesia.

## Simpulan

Besarnya perusahaan, *agency cost*, dan *transaction cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, sementara konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. *Free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Di antara variabel-variabel bebas tersebut, variabel yang dominan mempengaruhi DPR adalah konsentrasi kepemilikan.

## Penulis

Khoirul Hikmah, SE, MSi, adalah staf pengajar Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Yogyakarta.

## Referensi

- Ali, K., Khan, A. Q. & Ramirez, G. G. (1993). Determinants of Corporate dividend Policy: A Factorial Analysis, *The Financial Review*.
- Cornell, B. & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholder and Corporate Finance, *Financial Manajement*.
- Dermawan, E. S. *Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen oleh Perusahaan-perusahaan yang GO Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994*", Tesis, tidak dipublikasikan. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 1997.
- Efendri. *Faktor-faktor yang Dipertimbangkan Dalam Kebijakan Pembayaran Dividen Oleh Perusahaan-perusahaan GO Publik di Indonesia*. Tesis, tidak dipublikasikan. Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 1993.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*.
- Gujarati, D. (1995). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta: Erlangga.
- Hatta, A. J. (1999). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder. *Pustaka*.
- Husnan, S. (1995). *Manajemen Keuangan: Teori dan Penerapan (Kepustakaan Jangka Panjang)*, Buku 1, Edisi 4. Yogyakarta: BPFE.



- Indonesia Capital Market Directory*, 2006, Institute For Economic and Financial Research (ICFIN).
- Indonesia Capital Market Directory*, 2007, Institute For Economic and Financial Research (ICFIN).
- Indonesia Capital Market Directory*, 2008, Institute For Economic and Financial Research (ICFIN).
- Indonesia Capital Market Directory*, 2009, Institute For Economic and Financial Research (ICFIN).
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economics Review*.
- Litzenberger, R. H., & Ramaswamy, K. (1979). The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*.
- Lloyd, W. P., Jahera, J. S. & Page, D. E. (1985). Agency Costs and Dividend-Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics, Summer*.
- Martin, J. D., Petty, J. W., Keown, A. J., & Scott, D. F. (1991), *Basic Financial Management*, 5<sup>th</sup> edition, New Jersey: Prentice-Hall.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). Dividen Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business*.
- Miller, M. H. & Scholes, M. S. (1978). Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*.
- Miller, M. H. (1986). Can Management Use Dividends to Influence The Valuation of The Firm?, in J.M. Stern and D.H. Chew Jr., Eds., *The Revolution in Corporate Finance*. New York: Basil Blackwell.
- Ramli, I. (1994). Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta, *Pustaka*.
- Rozeff, M. S. (1992). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Devidend Payout Rations. *Journal of Financial Research*.
- Subrahmanyam, V., Rangan, N. & Rosenstein, (1997). The Role of Outside Directors in Bank Aqitions. *Financial Management, Autum*.
- Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*.
- Vogt, S. C. (1994). The Cash Flow/ Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms. *Financial Management, Summer*.
- Widyantoro, S. *Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*, Tesis, tidak dipublikasikan. Pasca Sarjana Universitas Gajah Mada, Yogyakarta, 1995.