

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



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk
menyelesaikan Program Sarjana (S1) pada Program
Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas
Diponegoro

Disusun oleh:

ANGGIE NOOR RACHMAD
NIM. C2C009118

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2013**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Anggie Noor Rachmad

Nomor Induk Mahasiswa : C2C009118

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,
LEVERAGE, DAN RETURN ON ASSET (ROA)
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

Dosen Pembimbing : Dul Muid, S.E. M, Si. Akt.

Semarang, 10 Juni 2013

Dosen Pembimbing,

(Dul Muid, S.E. M, Si. Akt)

NIP 1505131994031002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Anggie Noor Rachmad

Nomor Induk Mahasiswa : C2C009118

Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN,
LEVERAGE, DAN RETURN ON ASSET (ROA)
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 20 Juni 2013

Tim Penguji

1. Dul Muid, S.E. M,Si. Akt. ()
2. Agung Juliarto, S.E., M.Si., Akt, Ph. D ()
3. Dr. Hj. Zulaikha, M.Si., Akt. ()

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Anindyarta Adi Wardhana, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *LEVERAGE*, DAN *RETURN ON ASSET (ROA)* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik sengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 20 Juni 2013

Yang membuat pernyataan,

(Anggie Noor Rachmad)

NIM. C2C009118

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“Allahlah Pelindungmu, dan Dia-lah sebaik-baik Penolong.”

(QS. 'Āli `Imrān: 150)

“Sesungguhnya sesudah kesulitan itu akan ada kemudahan,
maka apabila engkau telah selesai (dengan suatu urusan)
maka kerjakanlah dengan sungguh-sungguh urusan yang lain.

Dan kepada Tuhanlah hendaknya kamu berharap”

(Q.S Al Insyrah ayat 6-8)

“Dalam hidup ini kuncinya Cuma ada dua yaitu, Ikhlas dan bersyukur”

(Rachmad, 2013)

Kupersembahkan skripsi ini untuk :

Allah SWT atas karunia dan Ridho-Nya

Papah, Mamah, Kakak dan Adikku tersayang

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 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

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, *Leverage*, dan *Return On Asset* terhadap kebijakan deviden pada semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia di tahun 2009-2011.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris dengan teknik *purposive sampling* dalam pengumpulan data. Data diperoleh dari data sekunder laporan tahunan 33 perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2011. Analisis data dilakukan dengan regresi berganda.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, *Leverage*, dan *Return On Asset* serta variabel kontrol ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan deviden. Selanjutnya, kepemilikan institusional dan kepemilikan saham minoritas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan deviden.

Kata kunci: kebijakan deviden, struktur kepemilikan, *annual report*

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobbil'alamin, puji syukur penulis panjatkan atas rahmat, taufiq, dan hidayah Allah SWT sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *LEVERAGE*, DAN *RETURN ON ASSET* TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN”. Skripsi ini disusun dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk menyelesaikan program Sarjana (S1) pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini tidak akan dapat terselesaikan dengan baik tanpa adanya dukungan, bimbingan, bantuan, serta doa langsung maupun tidak langsung dari berbagai pihak selama penyusunan skripsi ini. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Prof. Dr. H. M. Nasir, M.Si., Akt. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
2. Prof. Dr. H. Muchamad Syafruddin, M.Si., Akt. selaku Ketua Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
3. Dul Muid, S.E, M.Si, Akt. selaku dosen pembimbing yang telah banyak memberikan motivasi, arahan, dan bimbingan serta konsultasi sehingga skripsi ini dapat selesai
4. Sudarno S.E, M.Si, Akt. selaku dosen wali penulis yang telah memberi arahan dan nasihat selama ini

5. Seluruh dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah membimbing dan memberikan ilmunya kepada penulis selama menempuh studi
6. Seluruh karyawan dan staf Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu penulis selama bergabung bersama civitas akademika Universitas Diponegoro
7. Ayah dan Ibu penulis, Drs. Sumarsono dan Anis Darijatmi., yang selalu memberikan dorongan dan doa restu, kakakku Aji Noor Muhammad S.T. serta adikku Arsie Noor Rafidah yang selalu memberikan inspirasi dan motivasi kepada penulis untuk menyelesaikan studi S1.
8. PT. Wijaya Karya (Persero) .Tbk yang telah memberikan kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan studi S1, serta memberikan bantuan finansial yang sangat berarti.
9. Teman-teman “Kopi Kita” Mona Ajeng, Andreas Widhi, Aviandika Heru, Restria Wijaya, dan Sigit D.S
10. Armania, Anindyarta Adi Wardhana, Alvin Agus, Leditya, Abdurohman Muslim, , Letsa Soraya, Prima Gladia, Fauziah Nurul Fadhillah, Dony K, dan teman-teman Akuntansi Undip 09 seperjuangan.
11. Teman-teman “Kosan Sayang Mantan” Arrijal, Indra Fery, Galang, Wahyu. Nurhuda, Theda, Doa Tri, Tantra, Alfian , dan Yanto
12. Teman kerja di organisasi Keluarga Mahasiswa Akuntansi, Festiari Nindaerrosa, Edo, Devi, Mentari, Sule, dan Diana.

13. Teman-teman Tim II KKN Undip Desa Candi, Kecamatan Bandar, Kabupaten Batang Kristina, Yunis P.P, Febi, Enggar, Adinta, dan Almh. Septi S.W.
14. Teman-teman Tim Basket Akuntansi 2009 Putu, Bagas, Domi, Ivan, Mahe, Mayco, dan Randy
15. Teman-teman kost Gondang Timur 2, Sigit, Nugroho, Opik, Panji yang memberikan dukungan dan inspirasi.
16. Sahabat-sahabat penulis, Sandy, Kiki, Shyntia, Rezi, Rio, Muh. Agus, Brian A., Nur Wibi, Pihak lain yang tidak dapat penulis sebutkan satu-persatu.

Penulis sangat menyadari bahwa skripsi ini tidak lepas dari kekurangan sehingga penulis sangat berterimakasih jika ada kritikan, saran, dan masukan yang membangun untuk perbaikan di masa yang akan datang. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi pembaca dan pihak – pihak yang berkepentingan.

Semarang, 20 Juni 2013

Penulis

DAFTAR ISI

Halaman

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
<i>ABSTRACT</i>	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	10
1.3.1 Tujuan Penelitian	10
1.3.2 Manfaat Penelitian	11
1.4 Sistematika Penulisan	11
BAB II TELAAH PUSTAKA	13
2.1 Landasan Teori	13
2.1.1 Agency Theory	13
2.1.2 Teori Mengenai Kebijakan Dividen.....	16
2.1.3 Kebijakan Dividen	25
2.1.3.1 Bentuk Kebijakan Dividen.....	26
2.1.3.2 Faktor Mempengaruhi Kebijakan Dividen	27

2.1.3.3 Indikator Kebijakan Dividen.....	33
2.1.4 Konsentrasi Kepemilikan	34
2.1.5 <i>Leverage</i>	38
2.1.6 <i>Return On Asset</i> (ROA).....	40
2.1.6 Ukuran Perusahaan.....	41
2.2 Penelitian Terdahulu	42
2.3 Kerangka Penelitian.....	44
2.4 Hipotesis.....	45
2.4.1 Hubungan Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Deviden	45
2.4.2 Hubungan Kepemilikan Saham Institusional Terhadap Kebijakan Deviden	45
2.4.3 Hubungan Kepemilikan Saham Publik terhadap Kebijakan Deviden	46
2.4.4 Hubungan <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Deviden.....	48
2.4.5 Hubungan <i>ROA</i> terhadap Kebijakan Deviden.....	49
BAB III METODE PENELITIAN	51
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	51
3.1.1 Variabel Penelitian.....	51
3.1.2 Definisi Operasional	51
3.1.2.1 Variabel Terikat (Dependent Variable)	51
3.1.2.2 Variabel Bebas (Independent Variable).....	53
1. Kepemilikan Saham Institusional.....	53
2. Kepemilikan Saham Manajerial.....	53
3. Kepemilikan Saham Publik.....	54
4. <i>Leverage</i>	54
5. <i>Return On Asset</i>	54
3.1.2.3 Variabel Kontrol (Independent Variable).....	55
1. Ukuran Perusahaan.....	55

3.2 Populasi dan Sampel	55
3.3 Jenis dan Sumber Data	56
3.4 Metode Pengumpulan Data	56
3.5 Metode Analisis Data	56
3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif.....	57
3.5.2 Pengujian Asumsi Klasik	57
3.5.2.1 Uji Normalitas	57
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas.....	58
3.5.2.3 Uji Autokorelasi	59
3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas	61
3.6 Pengujian Hipotesis	62
3.6.1 Analisis Koefisien Determinasi (R^2).....	63
3.6.2 Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	64
3.6.3 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t).....	65
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	66
4.1 Deskripsi Objek Penelitian.....	66
4.2 Analisis Data	67
4.2.1. Analisis Statistik Deskriptif.....	67
4.2.2. Uji Asumsi Klasik.....	68
4.2.2.1. Uji Normalitas.....	68
4.2.2.2. Uji Multikolinearitas	70
4.2.2.3. Uji Autokorelasi.....	71
4.2.2.4. Uji Heteroskedastisitas	73
4.2.3. Pengujian Hipotesis.....	74
4.2.3.1. Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	74
4.2.3.2. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)	75
4.2.3.3. Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik-T).....	76
4.3. Interpretasi	78

4.3.1. Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Manajerial terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	78
4.3.2. Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Instiusional terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	79
4.3.3. Analisis Pengaruh Kepemilikan Saham Publik terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	81
4.3.4. Analisis Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	82
4.3.5. Analisis Pengaruh <i>Return On Asset</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	83
4.3.6. Pengaruh ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen ...	85
BAB V PENUTUP	86
5.1 Kesimpulan	86
5.2 Keterbatasan	88
5.3 Saran	89
DAFTAR PUSTAKA	91
LAMPIRAN-LAMPIRAN	98

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu	42
Tabel 4.1 Hasil Pemilihan Sampel.....	66
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	67
Tabel 4.3 Hasil Uji Statistik Kolmogorov Smirnov	70
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolonieritas – <i>Tolerance</i> - <i>VIF</i>	71
Tabel 4.5 Hasil Uji Durbin Watson	72
Tabel 4.6 Hasil <i>Run Test</i>	72
Tabel 4.7 Hasil Uji <i>Glejser</i>	74
Tabel 4.8 Hasil Uji Koefisien Determinasi	75
Tabel 4.9 Hasil Uji Statistik F	76
Tabel 4.10 Hasil Uji statistik t	77

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka pemikiran	44
Gambar 4.1 <i>Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual</i>	69
Gambar 4.2 Hasil Uji Heterokedastis	73

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Daftar Perusahaan	98
Lampiran B Hasil Uji Regresi	99

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Setiap perusahaan memiliki tujuan masing – masing yang ingin dicapai. Namun, tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah mendapatkan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan maupun kegiatan insidental perusahaan. Untuk memenuhi target perusahaan, perusahaan juga mengharapkan bantuan dana dari pihak eksternal untuk mendukung kegiatan perusahaan. Pihak eksternal yang dimaksud adalah kreditur dan investor. Pihak eksternal tersebut, mengharapkan pula *feed back* dari perusahaan. Dividen yang diberikan oleh perusahaan diharapkan oleh Investor sedangkan Kreditur 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 faktor yang mempengaruhi peningkatan pemberian dana di pasar modal. Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah

bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham.

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan, Adhi A.W. (2002). Kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan minoritas. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *Dividend Payout Ratio*. Kepemilikan saham institusi dan kepemilikan manajerial merupakan kelompok pemegang saham mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki fungsi melakukan kegiatan *monitoring* terhadap perilaku manajer yang cenderung bersikap menguntungkan diri sendiri. Di lain sisi, kegiatan manajemen dibutuhkan untuk mencapai tujuan perusahaan, yang akan berakibat pula terhadap peningkatan pembayaran dividen perusahaan. Adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena perusahaan akan melakukan pemerataan pembayaran dividen kepada setiap pemegang saham. Goergen, *et al.*, (2005) menyatakan bahwa ketika dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada investor besar, maka dapat dikatakan bahwa investor tersebut merupakan pemegang saham mayoritas yang memiliki hak untuk melakukan kontrol terhadap *corporate governance* perusahaan. Kontrol efektif dari para pemegang saham mayoritas memungkinkan mereka untuk

mempengaruhi keputusan bagaimana perusahaan dijalankan dan juga mengenai kebijakan yang dihasilkan oleh perusahaan.

Keberadaan pemegang saham pengendali di perusahaan Asia Timur, yaitu Hong Kong, Indonesia, Jepang, Korea Selatan, Malaysia, Filipina, Singapura, Taiwan dan Thailand telah terkait dengan konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, yang mengakibatkan pengambilalihan pemegang saham minoritas (Claessens et al. 1999). Struktur kepemilikan pemegang saham, di mana insider dan institutional holding secara bersama-sama merupakan pemegang saham mayoritas, mengakibatkan lemahnya posisi pemegang saham yang benar-benar berasal dari publik yang justru berada pada posisi pemegang saham minoritas. Manajemen pada umumnya merupakan kepanjangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas. Dengan keadaan tersebut, perusahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia belum memenuhi fungsi mereka sebagai perusahaan yang menjalankan kepentingan publik. Karena porsi kepemilikan publik tidak lebih dari 30%, sehingga pemegang saham dari unsur publik (pemegang saham minoritas) tidak bisa berbuat banyak dalam hal kontrol terhadap perusahaan. Struktur kepemilikan institusional yang demikian di lingkungan perusahaan-perusahaan di Indonesia diharapkan memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dividen dibanding dengan yang kebijakan yang berkembang di Amerika yang merupakan salah satu contoh perkembangan dari pasar modal yang sudah maju dengan kepemilikan institusional yang umumnya didominasi oleh perusahaan atau institusi-institusi publik.

Dalam penelitian Nuringsih (2005) kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen di Indonesia. Sedangkan dalam penelitian Dewi (2008) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan dividen. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Baidori (2008) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional dalam penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dengan kebijakan dividen, hal ini senada dengan penelitian yang dilakukan oleh Amidu dan Abor (2006). Sedangkan kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2009). Penelitian yang dilakukan di Finlandia, Maury dan Pajuste (2002) menunjukkan bahwa pembayaran dividen secara negatif berhubungan dengan pemegang saham minoritas. Sebaliknya, Gugler dan Yurtoglu (2003) menemukan hubungan positif antara pemegang saham minoritas dan pembayaran dividen di Jerman.

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

penelitian Dewi (2008) dan Pujiastuti (2008) menemukan bahwa hubungan negatif dan signifikan antara tingkat hutang dengan kebijakan dividen. Hal ini berbanding dengan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati, dkk (2010) yang tidak menemukan pengaruh signifikan antara *Leverage* dengan kebijakan dividen.

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. *ROA* dan *ROE* merupakan contoh proksi dari rasio profitabilitas, *ROA* (*Return On Asset*) yaitu merupakan perbandingan laba bersih dengan jumlah aktiva perusahaan sedangkan *ROE* (*Return on Equity*) yaitu perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan ekuitas yang akan diinvestasikan pemegang saham pada perusahaan. Nuringsih (2005) dan Dewi (2008) mengungkapkan bahwa profitabilitas yang diukur menggunakan *ROA* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini kontradiktif dengan penelitian yang dilakukan oleh Amidu dan Abor (2006) yang dinyatakan bahwa *ROA* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini, mengacu pada penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Ramli (2010) di negara Malaysia, dengan menggunakan sampel perusahaan non keuangan. Penelitian tersebut menggunakan variabel dependen yaitu kebijakan dividen dengan *proxy dividend payout ratio* (DPR). Variabel independen yang digunakan adalah struktur kepemilikan saham, *Leverage* dan *Return On Asset*, yang struktur kepemilikan saham dibagi kembali menjadi kepemilikan saham mayoritas yaitu kepemilikan saham manajerial dan kepemilikan saham institusional dan kepemilikan saham minoritas. Berdasarkan latar belakang di atas, diketahui bahwa penelitian-penelitian tentang kebijakan dividen telah memberikan hasil yang berbeda-beda. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian tersebut adalah menguji kebijakan dividen pada wilayah yang berbeda yaitu Indonesia. Struktur kepemilikan saham dinyatakan dalam tiga kebijakan yaitu dalam kepemilikan pemegang saham manajerial dan institusional serta kepemilikan pemegang saham minoritas. Pentingnya penelitian mengenai kebijakan dividen (*dividend policy*) dilakukan di Indonesia, mendorong penelitian ini untuk dilakukan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan nonkeuangan yang telah listing di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan nonkeuangan dipilih, karena perusahaan pada sektor keuangan memiliki karakteristik pelaporan keuangan yang berbeda dengan perusahaan nonkeuangan. Sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan yang tidak mengalami *distressed* pada tahun 2009 – 2011.

1.2 Rumusan Masalah

Kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan, telah diatur oleh konflik keagenan anataran manajemen dan pemegang saham. 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. Komposisi pemegang saham yang besar, memiliki fungsi untuk melakukan kegiatan monitoring terhadap perilaku manajer yang cenderung bersikap menguntungkan diri sendiri. Di lain sisi, kegiatan manajemen dibutuhkan untuk mencapai tujuan perusahaan, yang akan berakibat pula terhadap peningkatan pembayaran dividen perusahaan. Adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena perusahaan akan melakukan pemerataan pembayaran dividen kepada setiap pemegang saham. Dalam penelitian Nuringsih (2005) kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen di Indonesia.

Sedangkan dalam penelitian Dewi (2008) kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Baidori (2008) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen Nuringsih (2005), dan Dewi (2008) menemukan hubungan yang negatif dan signifikan antara variabel *Leverage* dengan kebijakan dividen. Namun, Sulistyowati,dkk (2010) menemukan hubungan negatif dan tidak signifikan pada kedua variabel tersebut. Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, selanjutnya dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut :

1. Apakah pemegang saham manajerial berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia?
2. Apakah pemegang saham institusional berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia?
3. Apakah pemegang saham minoritas berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia?
4. Apakah *Leverage* berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia?
5. Apakah ROA berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Indonesia?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan penelitian

Penelitian ini dilakukan guna menjawab beberapa pertanyaan penelitian (*research question*) dalam rumusan masalah yang telah dijabarkan. Beberapa tujuan yang terkait yang terkait dengan pertanyaan penelitian adalah sebagai berikut:

1. Mengetahui pengaruh kepemilikan saham manajerial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.
2. Mengetahui pengaruh kepemilikan saham institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.
3. Mengetahui pengaruh kepemilikan saham publik terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.
4. Mengetahui pengaruh *Leverage* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.
5. Mengetahui pengaruh *Return On Asset* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2011.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Adapun hasil penelitian ini diharapkan memberikan manfaat dan kontribusi sebagai berikut :

1. Bagi Akademisi

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi salah satu literatur dalam hubungan antara kebijakan dividen dengan kepemilikan saham instusional, manajerial, publik, *Leverage* dan *ROA*. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi untuk penelitian selanjutnya tentang praktik kebijakan dividen.

2. Bagi Pengguna Informasi Akuntansi

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada pengguna informasi akuntansi dalam pengambilan keputusan kepada perusahaan yang melakukan kebijakan dividen.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan merupakan suatu pola dalam penyusunan karya ilmiah untuk memperoleh gambaran secara garis besar dari bab pertama hingga bab terakhir. Hal ini dimaksudkan untuk memudahkan pembaca dalam memahami isi penelitian.

Penelitian ini terdiri dari lima bab, sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Bab pertama ini terdiri dari latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab II Telaah Pustaka

Bab ini terdiri dari landasan teori dan penelitian terdahulu, kerangka pemikiran serta hipotesis penelitian.

Bab III Metode Penelitian

Bab ketiga terdiri dari variabel penelitian dan definisi operasional penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis.

Bab IV Hasil dan Analisis

Bab keempat ini mencakup deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

Bab V Penutup

Bab terakhir yang terdiri atas simpulan, keterbatasan, dan saran.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *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.

Jika manajer juga sebagai pemilik perusahaan maka konflik keagenan akan dapat diminimalkan atau bisa juga dengan sebaliknya pemilik sebagai manajer. Manajer akan mementingkan kepentingan perusahaan jika manajer berlaku sekaligus sebagai pemilik perusahaan, sehingga manajer akan menselaraskan kepentingannya dengan kepentingan pemegang saham. Perilaku Manajemen perusahaan dapat dikatakan sebagai keterbatasan rasional dan manajer akan cenderung tidak menyukai resiko jika manajemen perusahaan kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya dari pihak lain. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *Agency Problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajerial atas saham perusahaan kurang dari seratus persen sehingga manajer bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi diatas merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelola dengan fungsi kepemilikan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh sebab itu manajemen biasanya akan mengeluarkan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan individu dengan cara peningkatan gaji dan status.

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.

Penyebab lain konflik antara manajemen dan pemegang saham adalah keputusan pendanaan. Dua hal yang mendasari menurut Fama (1980) bahwa manajer yang bertanggung jawab atas keputusan pendanaan tidak mampu melakukan diversifikasi investasi pada *human capital* dan manajer akan terancam reputasinya jika perusahaan mengalami kebangkrutan, sehingga para pemegang saham hanya peduli terhadap risiko sistematis sedangkan manajer peduli terhadap risiko secara keseluruhan.

Masalah keagenan ini akan menimbulkan *agency cost*, yaitu biaya yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring*), biaya ikatan (*bonding*), biaya sisa (*residual loss*). Biaya pengawasan terhadap aktivitas manajer, biaya ikatan dalam meyakinkan manajer bekerja untuk kepentingan prinsipal tanpa perlu pengawasan, biaya sisa merupakan perbedaan return yang diperoleh karena perbedaan keputusan investasi antara prinsipal dan agen. Untuk mengurangi *Agency Cost* terdapat beberapa alternatif yaitu pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. 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)

Rozeff (1982) menjelaskan bahwa pembayaran dividen meningkatkan biaya eksternal pembiayaan, tetapi mengurangi biaya *opportunistic* manajer (*agent*). Sebagai akibatnya, ada pembayaran yang optimal sehingga meminimalkan jumlah dari biaya agensi dan masalah-masalah yang timbul dari konflik tersebut. Easterbrook (1984) menunjukkan bahwa dividen yang lebih tinggi juga mendorong perusahaan untuk mencari pendanaan eksternal, dengan masuknya perusahaan ke pasar modal, maka perusahaan akan mendapatkan pengawasan dari investor luar sehingga dapat menekan para manajer untuk bertindak demi kepentingan para pemegang saham. 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.

2.1.2 Teori Mengenai Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menjadi topik yang paling diperdebatkan sejak dahulu dalam keuangan. Studi-studi mengenai kebijakan dividen telah banyak tercipta dari

peneliti-peneliti besar dan terkenal seperti : Litner (1956); Miller and Modigliani (1961); Bhattacharya (1979), DeAngelo et al. (1996), Al-Malkawi (2007) and Al-Najjar and Hussainey (2009).

Beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen yaitu :

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Miller and Modigliani (1961) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh (*irrelevant*) terhadap nilai perusahaan (yang dicerminkan pada harga saham) atau biaya modalnya (*cost of capital*). Modigliani dan Miller juga menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh *earning power* dari *asset* perusahaan, secara rinci adalah dari profitabilitas asset perusahaan dan kompetensi manajemen perusahaan.

Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam merumuskan teori ini, Modigliani dan Miller mengasumsikan suatu pasar yang sempurna, investor bersikap rasional, dan adanya suatu kepastian yang sempurna (*perfect certainty*). Asumsi-asumsi tersebut menjadikan suatu pasar dengan kondisi-kondisi sebagai berikut :

- a. Tidak ada pihak yang dapat mempengaruhi harga.
- b. Adanya informasi yang simetri antara semua pihak.
- c. Tidak ada biaya transaksi seperti biaya komisi atau biaya transfer.

- d. Tidak ada perbedaan pajak antara dividen dengan *capital gain* ataupun profit yang didistribusikan dengan profit yang tidak didistribusikan.
- e. Investor menginginkan lebih banyak kekayaan dibandingkan sedikit kekayaan.
- f. Investor bersifat *indifferent* antara *dividend* dan *capital gain* .
- g. Setiap investor memiliki kepastian investasi di masa depan dan atas profit perusahaan di masa depan.

2. ***Bird in The Hand Theory***

Teori ini dikemukakan oleh Gordon (1962). Gordon (1962) dalam Hashemijoo et al (2012) mengemukakan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dalam harga saham (*value of stocks*) bahkan dalam pasar sempurna. Mereka beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan jauh lebih berharga daripada seribu burung di udara, yang berarti bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen pada saat ini dibandingkan dengan *capital gains* di masa yang akan datang karena masa datang bersifat tidak pasti bahkan dalam pasar sempurna.

Dalam Hussainey et al (2011), disebutkan bahwa walaupun teori ini banyak menuai banyak kritik dan tidak mempunyai bukti empiris yang kuat, tetapi teori ini didukung oleh dari penelitian Gordon and Shapiro (1956), Lintner (1962) and Walter (1963). Selain itu teori ini diperkuat oleh Al-Malkawi (2007), yang menegaskan bahwa dalam dunia yang tidak pasti dan

penuh dengan asimetri informasi ini, dividen dinilai berbeda dari saldo laba (*capital gain*): "Seekor burung di tangan (*dividen*) bernilai lebih dari dua di semak-semak (*capital gain*). Karena ketidakpastian arus kas masa depan, investor akan sering cenderung memilih dividen daripada saldo laba.

Asumsi yang digunakan dalam teori ini adalah :

- a. Bahwa investor memiliki informasi sempurna tentang profitabilitas perusahaan.
- b. Bahwa dividen kas dikenakan pajak pada tingkat yang lebih tinggi daripada ketika *capital gain* yang direalisasikan pada penjualan saham.
- c. Bahwa dividen berfungsi sebagai sinyal arus kas yang diharapkan.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini diajukan oleh Litzenger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak baik terhadap keuntungan dividen maupun *capital gains*, tetapi para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

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

Lebih jauh Sartono (2005) mengemukakan bahwa pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi dari pada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi, sehingga disarankan agar perusahaan lebih baik menentukan *Dividend Payout Ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

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

Agency cost adalah biaya konflik atas kepentingan yang ada antara pemegang saham dan manajemen (Ross et al., 2008). Hal ini muncul ketika manajer bertindak sesuai dengan kepentingan mereka sendiri daripada atas kepentingan pemegang saham yang notabene adalah pemilik perusahaan. Hal ini bertentangan dengan asumsi Miller dan Modigliani (1961) yang berasumsi bahwa manajer adalah agen yang sempurna bagi pemegang saham dan tidak ada konflik kepentingan di antara mereka.

Manajer terikat untuk melakukan beberapa kegiatan dalam perusahaan, yang mungkin bisa menimbulkan beban biaya besar untuk pemegang saham, seperti misalnya melakukan *unprofitable investment* yang akan menghasilkan keuntungan yang berlebihan dan memberikan kompensasi-kompensasi manajemen yang tinggi yang sebenarnya tidak diperlukan (Al-Malkawi, 2007). Biaya-biaya tersebut ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu, pemegang saham perusahaan akan meminta pembayaran dividen yang lebih tinggi sebagai ganti atas arus kas bebas (*free cash flow*) tersebut.

Menurut *agency theory*, dividen dapat digunakan untuk meminimalisir *agency cost*. Salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah meningkatkan pembayaran dividen. Membayar dividen yang lebih besar akan menurunkan arus kas internal yang berkaitan dengan kebijakan manajemen dan memaksa perusahaan untuk mencari lebih banyak pendanaan eksternal. Jadi, pembayaran dividen dapat sebagai alat untuk memonitor dan mempertanggungjawabkan kinerja manajemen. Pernyataan ini didukung oleh beberapa studi empiris, yaitu : Rozeff (1982) dalam Baker dan Powell (1999) yang menemukan dukungan terhadap peranan dividen untuk memecahkan kembali biaya keagenan di perusahaan yang dikendalikan oleh manajer secara minoritas. Analisis ini menunjukkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dengan persentase insiders. Dengan persentase pihak luar yang lebih rendah yang ada, lebih sedikit kebutuhan untuk membayar dividen untuk menurunkan biaya keagenan.

5. *Signalling Hypothesis (Dividend Signalling Theory)*

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

Dikatakan oleh Ross, agar suatu isyarat bermanfaat harus memenuhi empat hal. Pertama, manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun beritanya buruk. Kedua, isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses. Ketiga, isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang). Keempat, tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif dari pada pengiriman isyarat yang sama.

Selanjutnya *dividend signaling theory* dikembangkan oleh Bhattacharya (1979) yaitu model yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberikan isyarat

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

John dan William (1985) juga mengembangkan teori tentang dividen sebagai isyarat. John dan William menjelaskan bahwa pengumuman dividen memberikan informasi penting untuk membentuk pendapatan perusahaan saat ini yang akhirnya menjadi dasar untuk memprediksi pendapatan-pendapatan di masa yang akan datang. Penggunaan dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan pada masa mendatang merupakan cara yang tepat, walaupun mahal tetapi berarti. Hanya perusahaan yang prospeknya baik yang dapat melakukan ini. Sedangkan perusahaan-perusahaan yang tidak sukses sulit untuk meniru cara ini, karena mereka tidak mempunyai arus kas yang cukup untuk melakukannya. Dengan demikian pasar akan bereaksi terhadap

perubahan dividen yang dibayarkan, karena pasar yakin bahwa pemberi isyarat adalah perusahaan yang sukses.

6. *Clientele Effects of Dividend Theories*

Teori ini mengemukakan bahwa investor cenderung memilih saham perusahaan yang memenuhi kebutuhan tertentu yang mereka inginkan. Hal ini karena investor menghadapi perlakuan pajak yang berbeda untuk dividen dan *capital gain* dan juga menghadapi beberapa biaya transaksi ketika mereka perdagangan sekuritas.

Teori ini muncul berawal dari pendapat Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa investor cenderung ke arah perusahaan yang akan memberi mereka manfaat yang diinginkan. Demikian juga, perusahaan akan menarik pelanggan yang berbeda berdasarkan kebijakan dividen masing-masing.

Lalu didukung oleh Al-Malkawi (2007), yang menegaskan bahwa perusahaan yang masih dalam fase pertumbuhan di mana cenderung untuk membayar dividen yang lebih rendah, akan menarik klien yang menginginkan apresiasi modal. Sementara perusahaan yang sudah dalam tahap matang, yang membayar dividen yang lebih tinggi, akan menarik pelanggan yang membutuhkan penghasilan langsung dalam bentuk dividen.

Al-Malkawi (2007) mengelompokkan *clientele effect* menjadi dua, yaitu mereka yang cenderung lebih dipengaruhi oleh pajak dan mereka yang lebih

dipengaruhi oleh biaya transaksi. Al-Malkawi berargumen bahwa jika investor berada dalam lingkungan berpajak tinggi maka investor akan lebih memilih perusahaan yang membayar dividen sedikit atau bahkan tidak membayar dividen sama sekali untuk mendapatkan imbalan dalam bentuk apresiasi harga saham, dan sebaliknya. Biaya transaksi lebih mempengaruhi investor ketika investor tergantung pada pembayaran dividen untuk kebutuhan mereka (investor kecil), klien ini lebih menyukai perusahaan yang memenuhi kebutuhan ini (membayar dividen) karena mereka tidak mampu membayar biaya transaksi yang tinggi dari penjualan surat berharga.

2.1.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan berapa laba yang harus dibayarkan (dividen) kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali (laba ditahan). Terdapat dampak kebijakan dividen di perusahaan dalam teori kebijakan dividen. Terdapat dua pendapat mengenai preferensi investor atas dividen. Pendapat pertama menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap kemakmuran pemegang saham sedangkan yang kedua dividen relevan terhadap kemakmuran pemegang saham. Teori ketidakrelevan dividen (*dividend irrelevance*) Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa hipotesis atau pernyataan tentang kebijakan pembayaran. Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insiders memiliki

proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

2.1.3.1 Bentuk Kebijakan Dividen

Menurut Sutrisno (2003 ; 306) berikut ini adalah bentuk beberapa kebijakan dividen :

1. Kebijakan Dividen Stabil

Kebijakan pemberian dividen ini berarti bahwa dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan ini banyak dilakukan oleh perusahaan, karena beberapa alasan yakni : (1) bisa meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko yang kecil, (2) bisa memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang, (3) akan menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sebab dividen selalu dibayarkan.

2. Kebijakan Dividen Meningkat/*Flexible*

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

3. Kebijakan Dividen dengan Rasio yang Konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya. Dasar yang digunakan sering disebut *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

4. Kebijakan Pemberian Dividen Reguler yang Rendah ditambah Ekstra

Kebijakan pemberian dividen dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

2.1.3.2 Faktor Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Horne dan Wachowicz (1998), beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah :

1. Undang-undang

Walaupun beberapa undang-undang dan keputusan pengadilan yang mengatur kebijakan dividen sangat rumit sifatnya, tetapi isinya dapat diringkas. Undang-undang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada dalam pos laba ditahan dalam neraca. Peraturan

pemerintah menekankan pada tiga hal : (1) peraturan laba bersih; (2) larangan pengurangan modal (*capital impairment rule*); dan (3) peraturan kepailitan (*insolvency rule*).

Peraturan laba bersih menyatakan bahwa dividen dapat dibayar dari laba saat ini atau tahun lalu. Larangan pengurangan modal melindungi pemberi kredit karena adanya larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal (membayar dividen dengan modal akan berarti membagi modal suatu perusahaan dan bukan membagikan laba). Peraturan kepailitan menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat membayar dividen pada saat pailit. Kepailitan di sini adalah karena kewajiban lebih besar dari aktiva. Membayar dividen pada kondisi seperti ini akan berarti memberi kepada pemegang saham, dana yang sebenarnya milik pemberi kredit.

Undang-undang ini penting karena merupakan kerangka untuk merumuskan kebijakan dividen. Akan tetapi, dalam batas-batas kerangka tersebut, faktor-faktor keuangan dan ekonomi mempunyai pengaruh yang penting pada kebijakan itu sendiri.

2. Posisi Likuiditas

Laba ditahan (yang terlihat pada sisi kanan dari neraca) biasanya diinvestasikan dalam aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan dari tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan pada pabrik dan peralatan, persediaan dan aktiva lainnya; laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen kas karena posisilikuiditasnya. Memang, suatu perusahaan yang

sedang berkembang, walaupun dengan keuntungan yang sangat besar, biasanya mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak. Dalam keadaan seperti ini perusahaan dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.

3. Kebutuhan untuk Melunaskan Hutang

Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan tersebut menghadapi dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunaskan hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka ini biasanya memerlukan penyimpanan laba.

4. Larangan dalam Perjanjian Hutang

Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang, seringkali membatasi kemampuan suatu perusahaan untuk membayar dividen kas. Larangan ini, yang dibuat untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya menyatakan bahwa (1) dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang (dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu) dan (2) dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Demikian pula, perjanjian saham preferen biasanya mengatakan bahwa dividen kas dari saham biasa tidak dapat dibayarkan kecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar.

5. Tingkat Ekspansi Aktiva

Semakin cepat suatu perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktivitya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba dari pada membayarkannya. Apabila perusahaan mencari dana dari luar, maka sumber-sumbernya, biasanya adalah dari pemegangsaham saat itu, yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen dan terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi, maka hanya sebagian saja yang tersisa untuk investasi.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian atas aktivayang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen pada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering kali dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan persentase yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun yang akan datang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen

yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

8. Peluang ke Pasar Modal

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas laba, akan mempunyai peluang besar untuk masuk ke pasar modal dan bentuk-bentuk pembiayaan eksternal lainnya. Tetapi, perusahaan kecil yang baru atau bersifat coba-coba akan lebih banyak mengandung resiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman dari pasar modal akan terbatas; dan perusahaan seperti ini harus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya. Jadi perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

9. Kendali (*Control*)

Variabel penting lainnya adalah dampak dari pilihan sumber-sumber keuangan pada kendali situasi dalam perusahaan. Sebagai suatu kebijakan, beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal saja. Kebijakan ini didukung oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan dari kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar resiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini.

Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali, akan memperkecil pembayaran dividen.

10. Posisi Pemegang Saham sebagai Pembayar Pajak

Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah. Pemilik memilih untuk mengambil pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen, karena dividen akan terkena pajak penghasilan pribadi yang lebih tinggi. Pada saat-saat tertentu di dalam perusahaan besar terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi dengan pemegang saham yang terkena tarif pajak rendah. Yang pertama menginginkan pembagian dividen yang rendah dan menahan laba yang tinggi dengan harapan meningkatkan modal saham dari perusahaan. Yang kedua mungkin menginginkan pembayaran dividen yang tinggi. Kebijakan dividen dari perusahaan seperti ini dapat berupa kompromi dari pembayaran dividen yang tinggi dan rendah – rasio pembayaran menengah. Jika satu kelompok datang menguasai perusahaan dan menetapkan, misalnya, kebijakan pembagian dividen yang rendah, maka pemegang saham yang memerlukan uang akan cenderung untuk menjual saham mereka dan pindah ke saham yang memberi hasil yang lebih tinggi. Jadi, dalam hal tertentu, kebijakan suatu perusahaan menentukan

jenisa dari pemegang sahamnya – dan sebaliknya. Ini disebut “pengaruh pembeli (*cliente influence*)” pada kebijakan dividen.

11. Pajak Atas Laba yang Diakumulasikan Secara Salah

Untuk mencegah pemegang saham hanya menggunakan perusahaan sebagai suatu “perusahaan penyimpanan uang (*incorporated pocket book*)” yang dapat digunakan untuk menghindari tarif pajak penghasilan pribadi yang tinggi, perpajakan perusahaan menentukan suatu pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang diakumulasikan secara tidak benar. Akan tetapi, pasal 531 dari Peraturan Pendapatan (*Revenue Act*) Tahun 1954 menetapkan *IRS (Internal Revenue Service = Inspeksi Pajak Amerika)* harus dapat memberikan bukti sebelum menetapkan denda pajak atas akumulasi laba yang dianggap salah. Jadi laba yang ditahan itu dibenarkan, kecuali *IRS* dapat membuktikan sebaliknya.

2.1.3.3 Indikator Kebijakan Dividen

Menurut Warsono (2003 : 275), indikator untuk mengukur kebijakan dividen yang secara luas digunakan ada dua macam, yaitu:

1. Hasil Dividen (*Dividend Yield*)

Dividend Yield adalah suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. *Dividend Yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko

dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi.

2. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*/DPR)

Dividend Payout Ratio merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. *DPR* digunakan dalam penilaian sebagai cara pengestimasian dividen untuk periode yang akan datang, sedangkan kebanyakan analis mengestimasikan pertumbuhan dengan menggunakan laba ditahan lebih baik daripada dividen.

2.1.4 Konsentrasi Kepemilikan

Konsentrasi kepemilikan merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga (perusahaan manufaktur, perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain). Kepemilikan perusahaan publik dulu dipandang tersebar diantara banyak pemegang saham. Untuk saat ini kebenaran hal tersebut tidak terjadi di sebagian negara di luar Amerika Serikat. Zhang (2005) menemukan bahwa perusahaan di luar Amerika Serikat umumnya dikendalikan oleh pemegang saham mayoritas. Seringkali timbul konflik karena masalah keagenan dalam perusahaan yang disebabkan konsentrasi kepemilikan. Konflik tersebut adalah konflik antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Apabila tidak terdapat perlindungan hukum yang memadai, pemegang saham pengendali dapat melakukan aktifitas yang menguntungkan dirinya sendiri dan merugikan pemegang saham minoritas.

Menurut pendapat Anjani (2007) pemegang saham dalam perseroan dapat dikategorikan berdasarkan komposisi jumlah kepemilikan sahamnya maupun hak yang dimilikinya menjadi pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Jumlah kepemilikan saham merupakan salah satu kategori yang paling sering dipakai untuk membedakan pemegang saham dalam perseroan. Selain itu terdapat kemampuan untuk mengendalikan Perseroan, dimana pemegang saham walaupun memiliki komposisi kepemilikan yang kecil namun ia dapat mengendalikan jalannya Perseroan sehingga dapat disebut sebagai pemegang saham mayoritas dalam pengendalian Perseroan. Sedangkan kepemilikan saham minoritas adalah jumlah kepemilikan saham individual oleh publik. Menurut pendapat Lesmana (2006) mendefinisikan kepemilikan saham individual oleh pihak luar atau publik selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi, pihak asing ataupun famili. Hal ini dikuatkan dengan pendapat Manalu (2007) Pemegang saham minoritas adalah pihak-pihak yang memiliki saham dalam suatu perusahaan dalam jumlah yang terbatas atau sedikit. Dari dua pendapat tersebut dapat disimpulkan bahwa pemegang saham minoritas tidak memiliki kedudukan dalam perusahaan baik sebagai direksi maupun komisaris dan yang dimiliki oleh publik. Sedangkan pemegang saham mayoritas adalah kepemilikan yang dimiliki oleh manajer, institusional, pihak asing maupun keluarga.

Penelitian La Porta *et al.* (1999), Claessens *et al.* (2000a), dan Facio *and* Lang (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan publik di hampir semua negara adalah terkonsentrasi, kecuali di Amerika Serikat, Inggris dan Jepang. Dengan

demikian Indonesia termasuk dalam kelompok negara yang kepemilikan saham perusahaan publiknya adalah terkonsentrasi. La Porta *et al.* (1999) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan yang terkonsentrasi terjadi di negara-negara dengan tingkat *corporate governance* yang rendah. Pemegang saham tetaplah bagian dari perusahaan yang juga memiliki hak-hak atas perusahaan. Karena kepemilikan dapat mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menurunkan manajemen. Investor institusional di dalam perusahaan akan meningkatkan pengawasan terhadap kinerja *insiders* dan memainkan peranan aktif dan konsisten dalam melindungi investasi saham dalam perusahaan. Mekanisme *monitoring* akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham.

Shleifer dan Vishny (1986) menyatakan bahwa adanya konsentrasi kepemilikan, para pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat menjalankan *monitoring* tim manajemen secara lebih efektif, sehingga akan membatasi perilaku oportunistik yang dilakukan oleh *insiders*. Hal ini sejalan dengan Fama dan Jensen (1983) yang menyatakan mekanisme monitoring dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai oleh perusahaan, dengan demikian tidak berada dalam pengawasan *CEO*, sehingga dapat melakukan *monitoring* dengan lebih baik. Bentuk *monitoring* yang lain adalah memberikan masukan sebagai bahan pertimbangan bagi *insiders* dalam menjalankan usaha dan melalui RUPS (Brigham dan Gapenski, 1996).

Konflik kepentingan juga terjadi kepada pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Kondisi perusahaan seringkali memandang sebelah mata

akan keberadaan pemegang saham minoritas dan melanggar hak-hak pemegang saham minoritas sehingga kepentingan dari pemegang saham minoritas tidak terlindungi. Adhi A.W (2002) mengemukakan bahwa kepemilikan saham ini dapat terbagi menjadi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi dan kepemilikan publik. Masing-masing bentuk kepemilikan ini akan memiliki kepentingan dan dampak yang berbeda terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengertian dari masing-masing kepemilikan adalah sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional

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

2. Kepemilikan saham manajerial

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

perusahaan sedang melakukan ekspansi usaha. Hal ini berbanding dengan yang dikatakan oleh Rozeff (1982) menyatakan bahwa kebijakan dividend 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.

3. Kepemilikan saham minoritas

Kepemilikan saham minoritas adalah jumlah kepemilikan saham individual oleh publik. Pemegang saham minoritas adalah pihak-pihak yang memiliki saham dalam suatu perusahaan dalam jumlah terbatas atau sedikit. Pada umumnya pemegang saham minoritas tidak memiliki kedudukan dalam perusahaan dalam perusahaan baik sebagai direksi maupun komisaris.

2.1.5 Leverage

Ada beberapa macam rasio *Leverage* yang bisa dihitung, salah satu di antaranya adalah rasio total utang terhadap total aktiva. *Debt to total assets ratio* merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) maupun hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar rasio *DAR* menunjukkan semakin besarnya tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio

DAR, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang. Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

Perusahaan yang tidak solvabel adalah perusahaan yang total utangnya lebih besar dibandingkan dengan total aktivasinya. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan utang/*financial Leverage* yang tinggi (Mamduh, 2008). Semakin tinggi rasio ini maka semakin besar risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Rasio yang tinggi juga menunjukkan proporsi modal sendiri yang rendah untuk membiayai aktiva. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan membagikan dividen dalam jumlah yang rendah. Ada beberapa alasan, yang pertama hutang dapat mempengaruhi kemampuan beberapa perusahaan untuk membayar dividen. Hal ini disebabkan karena perusahaan membiayai kegiatan bisnisnya melalui hutang sehingga perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar bunga dan pokok pinjaman. Kedua, pada beberapa perjanjian hutang berlaku pembatasan dalam pembagian dividen oleh kreditur. (Al ajmi dan Hussain 2011).

2.1.6 *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset (ROA) merupakan bagian dari rasio profitabilitas dalam menganalisa laporan keuangan atas laporan kinerja keuangan perusahaan. Pengertian *ROA* menurut beberapa ahli yaitu :

a. menurut Hanafi (2000:83) ” *Return On Asset* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan *total asset* (kekayaan) yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk menandai aset tersebut”,

b. menurut Jumingan (2006:141) ”*Ratio operating income* dengan *operating asset* menunjukkan laba yang diperoleh dari investasi modal dalam aktiva tanpa mengandalkan dari sumber mana modal tersebut berasal (keseluruhan modal)”. Berdasarkan pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa *Return On Asset* adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. *ROA* menunjukkan keefisienan perusahaan dalam mengelola seluruh aktiva untuk memperoleh pendapatan.

ROA dapat dijadikan sebagai indikator untuk mengetahui seberapa mampu perusahaan memperoleh laba yang optimal dilihat dari posisi aktiva. Menurut Waren (2005:63) ”aktiva (assets) adalah sumber daya yang dimiliki oleh entitas bisnis atau usaha, sumber daya ini dapat berbentuk fisik ataupun hak yang mempunyai nilai ekonomis”. Contoh aktiva adalah kas, piutang, perlengkapan, beban dibayar dimuka, bangunan, peralatan, tanah, dan hak paten. Aktiva disajikan dalam beberapa kelompok, yaitu :

a. aktiva lancar,

- b. aktiva tetap,
- c. aktiva tidak berwujud,
- d. aktiva lain-lain.

2.1.7 Ukuran Perusahaan

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

Teori tersebut disebabkan karena perusahaan besar membutuhkan dana yang besar pula untuk menunjang operasionalnya, dan salah satu alternatif pemenuhannya adalah dengan modal asing apabila modal sendiri tidak mencukupi. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen besar untuk menjaga reputasi di kalangan investor aktual maupun potensial. Tindakan ini dilakukan untuk memudahkan perusahaan memasuki pasar modal apabila berencana melakukan emisi saham baru. Selain menggunakan *natural logaritma of sales*,

proksi ukuran perusahaan dapat menggunakan *natural log total asset* atau *natural log capitalization*.

2.2 Penelitian terdahulu

Dalam sub-bab ini akan dijelaskan mengenai penelitian-penelitian terdahulu mengenai *Dividend Policy* dan perubahan harga saham yang dilakukan peneliti-peneliti sebelumnya. Penelitian-penelitian terdahulu disajikan dalam tabel berikut :

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel	Hasil
Nuringsih (2005)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: <i>Kepemilikan manajerial, DAR, ROA, size</i>	Penelitian dengan alat analisis regresi linier berganda ini menghasilkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan, DAR dan ROA berpengaruh negatif sementara Size tidak berpengaruh signifikan
Amidu dan Abor (2006)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: <i>ROA, risk, cash flow, tax, institutional holdings, growth, MTBV</i>	Penelitian ini menggunakan OLS. Hasil yang didapat adalah ROA, Cash Flow, Tax berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan Growth dan MTBV memiliki pengaruh negatif dan signifikan, sementara itu variabel risk dan institutional holding berpengaruh negatif dan tidak signifikan.
Dewi (2008)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional,	Penelitian dengan alat analisis regresi <i>multiple regression</i> ini menghasilkan kepemilikan institusional, kebijakan hutang, dan ROA berpengaruh negatif

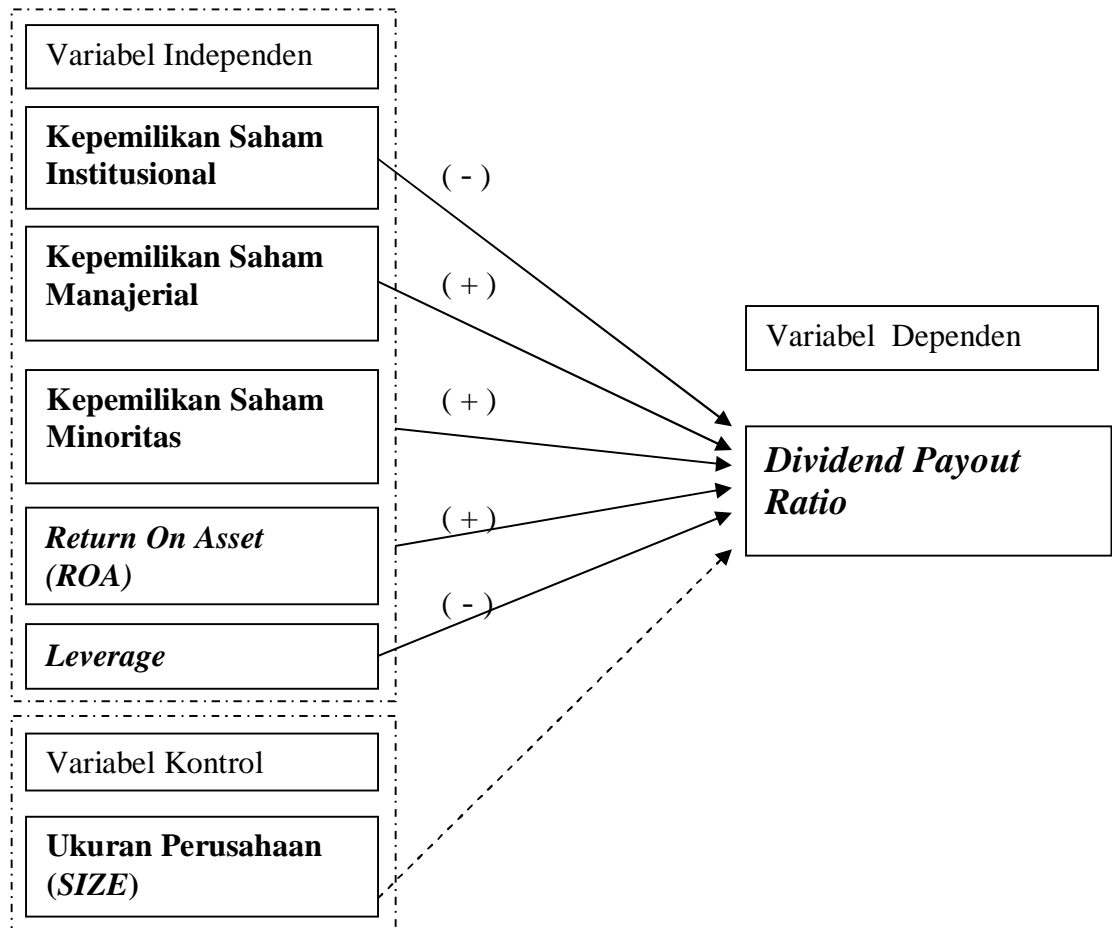
	kebijakan hutang, ROA, ukuran perusahaan	dan signifikan, ukuran perusahaan berpengaruh positif sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan
Pujiastuti (2008)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: <i>Insider ownership, shareholder dispersion asset, collateralizable assets, DAR, dan free cash flow</i>	Penelitian ini menggunakan regresi linear berganda. <i>shareholder dispersion asset</i> memiliki pengaruh signifikan. Variabel insider ownership dan DAR memiliki pengaruh negatif dan signifikan, sedangkan variabel lain tidak berpengaruh.
Ramli (2010)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: <i>Largest Shareholder, Second largest shareholder, dummy second largest shareholder</i> Variabel kontrol: <i>ROA, Size, Leverage, Investment opportunity, risk return, year effect, industry effect</i>	Penelitian ini menggunakan <i>tobit regression</i> . Largest shareholder tidak berpengaruh terhadap DPR, Second largest shareholder memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel kontrol <i>size</i> dan <i>ROA</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. <i>Risk</i> dan <i>Leverage</i> memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR, <i>investment opportunity</i> tidak memiliki pengaruh.
Al- Ajmi dan Hussain (2011)	Variabel dependen: <i>DPR</i> Variabel independen: <i>Profitability, cash flow, size, DAR, controlling shareholders, government ownership, life cycle, tangibility</i> Variabel Kontrol : <i>Size (average market value),</i>	Penelitian ini menggunakan partial adjustment model. <i>Profitability, cash flow, dan life cycle</i> berpengaruh positif dan signifikan sementara <i>DAR, size controlling shareholders, government ownership, dan tangibility</i> tidak berpengaruh signifikan

	<i>Earnings volatility, Long-term debt (debt), Growth in assets (growth)</i>	
--	--	--

Sumber : Jurnal

2.3 Kerangka pemikiran

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.4 Hipotesis

2.4.1 Hubungan Kepemilikan Saham Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

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 dividend 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.

2.4.2 Hubungan Kepemilikan Saham Institusional 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. Perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi mampu tampil untuk menampilkan indikator kinerja yang lebih baik. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan analisis yang lebih baik dalam mengevaluasi kinerja perusahaan dibanding dengan evaluasi yang dilakukan oleh kepemilikan individu.

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. Dengan kata lain, kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini sesuai dengan penelitian Dewi (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

H2: Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.4.3 Hubungan Kepemilikan Saham Publik terhadap Kebijakan Dividen

Kepentingan pemegang saham publik dalam suatu perusahaan, seringkali diabaikan atau bahkan dirugikan. Hal ini disebabkan karena adanya persepsi yang melatarbelakangi bahwa bertambahnya pundi-pundi keuangan suatu perusahaan banyak disebabkan oleh pemegang saham mayoritas. Pemasukan modal atau penguasaan persentase volume saham kepada perusahaan, memberi bukti persepsi ini

benar. Dalam beberapa dekade terakhir, terdapat beberapa penelitian yang memfokuskan potensi konflik antara pemegang saham mayoritas dan publik. 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. Menurut Manalu (2007) hak – hak pemegang saham publik antara lain hak *derivative*, hak menuntut penyelenggaraan RUPS, hak penawaran atas saham serta hak untuk dapat menjual sahamnya kembali dengan harga yang wajar. Claessens dan Djankov (1999) menjelaskan penurunan nilai perusahaan pada tingkat konsentrasi kepemilikan memiliki risiko pengambilalihan oleh pemegang saham pengendali. Faccio et al. (2001) menekankan bahwa, di perusahaan-perusahaan Asia Timur, memiliki masalah yang paling utama adalah pengambilalihan investor luar oleh pemegang saham pengendali. Namun, kehadiran pemegang saham minoritas dianggap membatasi lingkup pengambilalihan dan berhubungan dengan dividen yang lebih tinggi.

Gugler dan Yurtoglu (2003) menunjukkan bahwa pembayaran dividen yang lebih rendah oleh pemegang saham mayoritas perusahaan-perusahaan di Jerman terkait dengan kemungkinan bahwa pemegang saham mayoritas memaksakan keuntungan pribadi dengan mengorbankan pemegang saham yang dimiliki publik. Mereka memang menemukan bahwa pengumuman kenaikan dividen dikaitkan dengan signifikan abnormal return positif bagi perusahaan di mana ekstraksi sewa kemungkinan besar diberikan perbedaan antara hak arus kas dan hak kontrol.

Konsisten dengan Faccio et al. (2001), kehadiran pemegang saham yang dimiliki oleh publik dikaitkan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Maury dan Pajuste (2002) membuktikan hubungan negatif antara konsentrasi kepemilikan dan pembayaran dividen di Finlandia. Bukti yang mendukung peran mitigasi dari pemegang saham besar kedua juga ditemukan. 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. Sejalan dengan argumen di atas, maka dirumuskan hipotesis:

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

2.4.4 Hubungan *Leverage* 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. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) kreditur juga akan membuat perjanjian hutang (*debt covenant*) untuk melindungi kepentingannya. Perjanjian

tersebut berisi pembatasan terhadap kebijakan-kebijakan manajemen termasuk didalamnya adalah pembatasan pembagian dividen kepada pemegang saham. Oleh karena itu, *Leverage* akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil yang sama juga terdapat pada penelitian Nuringsih (2005) dan Dewi (2008) menunjukkan bahwa *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H4: *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.4.5 Hubungan *Return On Asset* terhadap Kebijakan Dividen

Rasio *ROA* digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan cara memanfaatkan aktiva yang dimilikinya (Ang , 1997). Rasio ini merupakan rasio yang terpenting di antara rasio rentabilitas yang ada. Faktor profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Oleh karena itu dividen yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*.

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.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Penelitian

Penelitian yang akan dilakukan ini menggunakan dua variabel yaitu variabel terikat (*dependent*) dan variabel bebas (*independent*). Variabel terikat merupakan variabel yang dijelaskan atau dipengaruhi oleh variabel bebas. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (*dividend policy*) yang menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Sedangkan variabel bebas merupakan variabel yang diduga mempengaruhi variabel terikat. Variabel bebas dalam penelitian ini meliputi struktur kepemilikan, *Leverage*, dan *Return On Asset*.

3.1.2 Definisi Operasional

3.1.2.1 Variabel Terikat (Dependent Variable)

Variabel terikat dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan berapa laba yang harus dibayarkan (dividen) kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali (laba ditahan). Kebijakan dividen memiliki beberapa dampak yang berakibat pada perusahaan. Terdapat dua pendapat mengenai preferensi investor atas dividen. Pendapat pertama menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap kemakmuran pemegang saham sedangkan yang kedua dividen relevan terhadap kemakmuran

pemegang saham. Teori ketidakrelevan dividen (*dividend irrelevance*) Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan bahwa hipotesis atau pernyataan tentang kebijakan pembayaran dividen. Di dalam penelitian tentang *agency cost* dan perilaku pembayaran dividen perusahaan, Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika insiders memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Biasanya sebagian EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, oleh karena itu manajemen harus membuat kebijakan (*dividen policy*) tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba ditahan yang akhirnya mengurangi sumber dana intern yang akan mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan .

Variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR) Variabel ini dilambangkan dengan

Dive. Variabel ini pada dasarnya mencerminkan perbandingan antara dividen dengan laba bersih perusahaan. Variabel ini diukur dengan cara melakukan pembagian antara *dividend per share* (DPS) : yaitu jumlah dividen yang dibagikan ke pemegang saham (investor) per lembarnya, dengan *earning per share* (EPS) : yaitu jumlah laba bersih perusahaan per lembar saham. Jika dituliskan, maka rumusnya adalah sebagai berikut:

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

3.1.2.2 Variabel Bebas (independent variable)

3.1.2.2.1 Kepemilikan Saham Institusional

Menurut Wahidahwati (2002), variabel ini diberi simbol (INST) yaitu proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam %. Variabel ini menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam suatu perusahaan. Kepemilikan institusional dirumuskan sebagai berikut (Nuringsih 2005):

$$INST = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{total saham beredar}}$$

3.1.2.2.2 Kepemilikan Saham Manajerial

Kepemilikan Manajerial merupakan persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris perusahaan (Jensen, *et al.*,1992).

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

Man = Persentase kepemilikan manajerial pada perusahaan i tahun t.

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

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

$TotalShare$ = Total saham yang dimiliki perusahaan i dan tahun t

3.1.2.2.3 Kepemilikan Saham Publik

Kepemilikan saham publik adalah jumlah kepemilikan saham individual oleh publik. Variabel ini dilambangkan dengan *Pub*. Pada umumnya pemegang saham publik tidak memiliki kedudukan dalam perusahaan baik sebagai direksi maupun komisaris. Variabel ini dihitung dengan menggunakan proksi kepemilikan saham yang dimiliki oleh publik atau masyarakat. Menurut La porta, Florencio, dan Andrei Shleifer (1999) cara menentukan proksi kepemilikan saham publik (*Widely held*) adalah jumlah saham yang disebar oleh perusahaan kepada publik dan kepemilikan tersebut selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi, pihak asing ataupun famili .

3.1.2.2.4 Leverage

Leverage dalam Penelitian ini diukur dengan menggunakan *debt to asset ratio* (DAR) . *Debt to asset ratio* adalah proporsi dari jumlah hutang dibandingkan dengan jumlah aset perusahaan. Rasio ini mengukur seberapa besar aset perusahaan dibiayai dari hutang (Nuringsih, 2005; Ramli, 2010)

$$LEV = \frac{Total\ Hutang}{Total\ Aset}$$

3.1.2.2.5 Return On Asset (ROA)

ROA merupakan indikator keuangan yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atas total aset yang dimiliki perusahaan.

ROA menggambarkan keuntungan bisnis dan efisiensi yang dilakukan perusahaan dalam pemanfaatan total aset. Cara perhitungan ROA adalah sebagai berikut (Ramli, 2010):

$$ROA = \frac{\text{Laba sebelum pajak (Earning before Interest and taxes)}}{\text{Total aset (Total Assets)}}$$

3.1.2.3 Variabel Kontrol

Variabel kontrol didefinisikan sebagai variabel yang faktornya dikontrol oleh peneliti untuk menetralkan pengaruhnya. Jika tidak dikontrol variabel tersebut akan mempengaruhi gejala yang sedang dikaji. Variabel kontrol berguna untuk menghindari adanya bias dalam hasil penelitian. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

3.1.2.3.1 Ukuran perusahaan (Size)

Ukuran perusahaan (Size) diukur dari jumlah total aset perusahaan sampel. Jumlah total aset perusahaan ini kemudian dilakukan transformasi ke dalam bentuk logaritma natural (LN). Gugler dan Yurtoglu (2003) and Farinha (2003) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berhubungan negatif dengan ukuran perusahaan di perusahaan-perusahaan di Jerman dan Inggris.

$$Size = \text{Natural log Total Assets}$$

3.2 Populasi dan penentuan sampel

Populasi pada penelitian ini adalah semua perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2011 yang berjumlah perusahaan. Sampel penelitian diambil dari populasi dengan metode purposive sampling dengan beberapa kriteria yang harus dipenuhi sebagai berikut:

1. Perusahaan sampel merupakan perusahaan non keuangan yang telah terdaftar di BEI periode 2009-2011.
2. Perusahaan sampel yang menyajikan laporan keuangan selama periode tahun 2009-2011.
3. Perusahaan sampel selama periode tahun 2009-2011 selalu membagikan dividennya.
4. Perusahaan menyajikan secara jelas struktur kepemilikan. Memiliki struktur manajerial dan institusional.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2009-2011. Data yang digunakan merupakan laporan keuangan yang dipublikasikan. Data tersebut diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 2009-2011.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi. Pengumpulan dari laporan keuangan sampel yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2009-2011, jurnal-jurnal dan referensi pendukung lainnya.

3.5 Metode Analisis Data

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah regresi berganda (*multiple regression analysis*). Untuk menjamin keakuratan data, maka sebelum dilakukan analisis regresi untuk menguji hipotesis

dalam penelitian ini, dilakukan terlebih dahulu analisis statistik deskriptif. Selain itu, dilakukan pengujian kelayakan model regresi untuk menilai model regresi. Berikut ini penjelasan terperinci mengenai metode analisis yang dilakukan dalam penelitian ini :

3.5.1 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi masing-masing variabel yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis, dan *skewness* (Ghozali, 2011). Standar deviasi, varian, maksimum, dan minimum menunjukkan hasil analisis terhadap dispersi variabel. Sedangkan *skewness* dan kurtosis menunjukkan bagaimana variabel terdistribusi. Varian dan standar deviasi menunjukkan penyimpangan variabel terhadap nilai rata-rata (Ghozali, 2011).

3.5.2 Pengujian Asumsi Klasik

Pada penelitian ini juga akan dilakukan pengujian penyimpangan asumsi klasik terhadap model regresi yang telah diolah yang meliputi :

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau nilai residual memiliki distribusi normal agar uji statistik untuk jumlah sampel kecil hasilnya tetap valid (Ghozali, 2011). Terdapat dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan cara analisis grafik dan uji statistik.

1. Analisis Grafik

Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati distribusi normal. Namun, cara ini dapat menyesatkan jika digunakan untuk sampel kecil. Metode yang lebih handal adalah dengan melihat *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk garis lurus diagonal dan *plotting* data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal tersebut. Jika distribusi variabel residual normal, maka garis yang menggambarkan variabel sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya.

2. Analisis Statistik (Uji Statistik Non Parametrik Kolmogorov-Smirnov)

Uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah dengan uji statistik non parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Uji ini diyakini lebih akurat daripada uji normalitas dengan grafik, karena uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan, jika tidak hati-hati secara visual akan terlihat normal (Ghozali, 2011). Uji K-S dapat dilakukan dengan membuat hipotesis:

H_0 : Data residual berdistribusi normal

H_1 : Data residual tidak berdistribusi normal.

Apabila *asymptotic significance* lebih besar dari 5 persen, maka variabel terdistribusi normal (Ghozali, 2005).

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Tujuan dari uji multikolinearitas adalah menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi kolinearitas diantara variabel independen (Ghozali,

2011). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi dalam penelitian ini dengan melihat (1) matrik korelasi antar variabel-variabel independen (termasuk variabel kontrol), (2) nilai *tolerance*, dan (3) *variance inflation factor* (VIF). Indikator untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah jika besaran korelasi matrik antar variabel independen $>0,90$, nilai *tolerance* $\leq 0,10$, dan nilai VIF ≥ 10 .

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (Ghozali, 2011). Jika terjadi korelasi, maka ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya (Ghozali, 2011). Hal ini sering ditemukan pada data *time series* karena “gangguan” pada seseorang atau data cenderung mempengaruhi “gangguan” pada seseorang atau data tahun berikutnya.

Dalam penelitian ini, untuk mendeteksi ada tidaknya autokorelasi dengan menggunakan tiga pengujian, yaitu :

1. Uji Durbin-Watson (DW test)

Pengujian dilakukan dengan tingkat signifikansi 5%. Uji ini mensyaratkan adanya konstanta dalam model regresi dan tidak ada variabel lag di antara variabel independen. Hipotesis yang akan diuji adalah:

H_0 : tidak ada autokorelasi ($r=0$)

H_1 : ada autokorelasi ($r \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi menurut Ghozali (2005)

adalah :

Hipotesis 0	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tidak ada autokorelasi positif	<i>No decision</i>	$dl \leq d \leq du$
Tidak ada autokorelasi negative	Tolak	$4-dl < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negative	<i>No decision</i>	$4-du \leq d \leq 4-dl$
Tidak ada autokorelasi positif atau negative	Terima	$du < d < 4-du$

2. *Run Test*

Dapat digunakan untuk menguji apakah antar residual terdapat korelasi yang tinggi. Apabila antar residual tidak terdapat hubungan korelasi, maka dapat dikatakan bahwa residual adalah acak atau random.

Kriteria pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut :

H_0 : residual *random* (acak)

H_1 : residual tidak *random*

Jika probabilitas dari *asymptotic-significance* signifikan pada 0.05 yang berarti H_0 ditolak, dapat disimpulkan bahwa residual tidak random atau terjadi autokorelasi antar nilai residual (Ghozali, 2011).

3.5.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas, yaitu keadaan ketika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas (Ghozali, 2011). Kebanyakan data *crosssection* mengandung situasi heterokedastisitas karena data ini menghimpun data yang mewakili berbagai ukuran (kecil, sedang, besar).

Uji heterokedastisitas yang akan dilakukan dalam penelitian ini menggunakan tiga cara, yaitu :

1. Analisis Grafik Plot

Yaitu dengan cara melihat Grafik Plot antara nilai prediksi variabel terikat (dependen) yaitu ZPRED dengan residualnya SRESID. Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik scatterplot antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual yang telah di-studentized (Ghozali, 2011).

Dasar analisisnya adalah jika ada pola tertentu (membentuk pola tertentu yang teratur) maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika tidak ada pola yang jelas, titik-titik

menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

2. Uji Gtejser

Uji glejser adalah metode untuk menguji ada-tidaknya heteroskedastisitas dengan cara meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen dengan persamaan regresi :

$$|Ut| = \alpha + \beta X_t + vt$$

Jika variabel independen sigifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2011).

3.6 Pengujian Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan metode *multilple regression analysis* (analisis regresi berganda). Regresi digunakan dalam penelitian ini karena tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepentingan struktur kepemilikan perusahaan terhadap kebijakan dividen.

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu kebijakan dividen yang diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Sedangkan variabel independen yang digunakan yaitu Struktur Kepemilikan saham institusional, struktur kepemilikan saham manajerial, struktur kepemilikan saham publik, *Leverage* dan *Return On Assets*.

Model regresi yang dikembangkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

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

Dimana :

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*

Uji hipotesis yang penulis lakukan yaitu :

a. Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Uji koefisien determinasi pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-

variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Secara umum, koefisien determinasi untuk data *cross section* relatif rendah karena adanya variasi yang besar antara masing-masing pengamatan. Sedangkan untuk data *time series* biasanya memiliki nilai koefisien determinasi yang tinggi. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, maka R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan *Adjusted R²* pada saat mengevaluasi mana model regresi yang terbaik. Kenyataannya, nilai *Adjusted R²* dapat bernilai negatif walaupun yang dikehendaki bernilai positif. Jika dalam uji empiris terdapat nilai *Adjusted R²* negatif, maka nilai *Adjusted R²* dianggap bernilai nol (Ghozali, 2011).

b. Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model regresi memiliki pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen (Ghozali, 2011).

H_0 : variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_1 : diduga variabel independen secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha = 5\%$, terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 5\%$

c. Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t dimaksudkan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menjelaskan variasi variabel dependen (Ghozali, 2011). Selain untuk uji pengaruh, uji ini juga dapat digunakan untuk mengetahui tanda koefisien regresi masing-masing variabel bebas sehingga dapat ditentukan arah pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat.

H_0 : $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$, diduga variabel independen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

H_1 : $\beta_1 \neq 0$, diduga variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tolak H_0 jika angka signifikansi lebih besar dari $\alpha = 5\%$, terima H_0 jika angka signifikansi lebih kecil dari $\alpha = 5\%$.