

**ANALISIS *AGENCY COSTS* DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA  
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)  
DAN MERUPAKAN SAHAM LQ45 PADA TAHUN 2007-2009**

**GIETA SWARADHINY**

**8215072838**



**Skripsi Ini Disusun Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar Sarjana  
Ekonomi**

**PROGRAM STUDI S1 MANAJEMEN  
JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2012**

***ANALYSIS OF AGENCY COSTS AND DIVIDEND POLICY IN LISTED COMPANIES IN INDONESIA STOCK EXCHANGE (IDX) AND THE SHARES OF LQ45 IN YEAR 2007-2009***

**GIETA SWARADHINY**

**8215072838**



**Skripsi is Written as Part of Bachelor Degree in Economics Accomplishment**



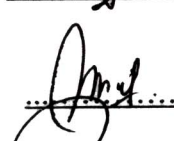
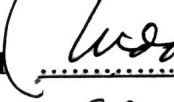

**STUDY PROGRAM OF MANAGEMENT  
DEPARTMENT OF MANAGEMENT  
FACULTY OF ECONOMIC  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2012**

# LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

Penanggung Jawab  
Dekan Fakultas Ekonomi



Dra. Nurahma Hajat, M.Si  
NIP. 195310021985032001

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>Agung W. Handaru, ST, MM</u> NIP. 197811272006041001	Ketua	 .....	<u>26 Januari 2012</u>
2. <u>Agung D. Buchdadi, ST, MM</u> NIP. 197509162006041001	Sekretaris	 .....	<u>26 Januari 2012</u>
3. <u>Dra. Umi Mardiyati, M.Si</u> NIP. 195702211985032002	Penguji Ahli	 .....	<u>26 Januari 2012</u>
4. <u>Dr. Hamidah, SE, M.Si</u> NIP. 195603211986032001	Pembimbing I	 .....	<u>26 Januari 2012</u>
5. <u>Gatot Nazir Ahmad, S.Si, M.Si</u> NIP. 197006052001122001	Pembimbing II	 .....	<u>26 Januari 2012</u>

Tanggal Lulus: 26 Januari 2012

## **PERNYATAAN ORIGINALITAS**

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum pernah dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, 2012

Yang Membuat Pernyataan

Gieta Swaradhiny

8215072838

## ABSTRAK

**Gieta Swaradhiny. 8215072838. 2012; Analisis Agency Costs dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Merupakan Saham LQ45 pada Tahun 2007-2009. Skripsi, Jakarta: Konsentrasi Manajemen Keuangan, Program Studi Manajemen, Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta.**

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel *Insider Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, *Dispersion of Ownership*, dan *Collateralizable Assets* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dikarenakan adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer atau agen perusahaan. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria (1) Perusahaan terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 (2007-2009), (2) Perusahaan membayar dividen tunai selama periode pengamatan (2007-2009), Perusahaan memiliki data *Insider Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, *Dispersion of Ownership*, dan *Collateralizable Assets* (2007-2009). Diperoleh jumlah sampel sebanyak 25 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan persamaan kuadrat terkecil dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji keberartian pengaruh secara bersama-sama dengan *level of significance* 5%. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa data *Insider Ownership* secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DPR pada *level of significance* kurang dari 5%, *Institutional Ownership* secara parsial tidak signifikan berpengaruh negatif terhadap DPR pada *level of significance* kurang dari 5%, *free cash flow* secara parsial berpengaruh signifikan positif terhadap DPR pada *level of significance* kurang dari 5%, *Dispersion of Ownership* secara parsial signifikan berpengaruh negatif terhadap DPR pada *level of significance* 5%, dan *Collateralizable Assets* secara parsial signifikan berpengaruh positif terhadap DPR pada *level of significance* 5%. Sementara secara bersama-sama atau simultan (*Insider Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, *Dispersion of Ownership*, dan *Collateralizable Assets*) terbukti signifikan berpengaruh terhadap DPR perusahaan yang listed di BEI pada level kurang dari 5%. Kemampuan prediksi dari kelima variabel tersebut terhadap DPR sebesar 75% sebagaimana ditunjukkan oleh besarnya *Adjusted R square* sebesar 75% sedangkan sisanya 25% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model penelitian.

Kata Kunci: *Insider Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, *Dispersion of Ownership*, *Collateralizable Assets*, *Dividend Payout Ratio*.

## ABSTRACT

**Gieta Swaradhiny. 8215072838. 2011; *Analysis of Agency Costs and Dividend Policy in Listed Companies in Indonesia Stock Exchange (IDX) and the Shares of LQ45 in Year 2007-2009*. Skripsi: Jakarta, Financial Management Concentration, Study Program of Management, Department of Management, Faculty of Economics, State University of Jakarta.**

*This research is performed in order to test the influence of variable Insider Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow, Dispersion of Ownership, and Collateralizable Assets toward Dividend Payout Ratio (DPR). Problem in this research is based by the agency conflict between shareholders and managers or agents. The sampling method is purposive sampling with criteria as: (1) company who listed on Indonesia Stock Exchange during period 2007 through 2009, (2) Company given dividend during period 2007 through 2009, and (3) Company have insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership, and collateralizable assets data during period 2007-2009. The Data is based on publicity Indonesian Capital Market Directory (ICMD) since 2007 to 2009. Sample was acquired 25 companies. Data analysis with multi linier regression of ordinary least square and hypotheses test used t-statistic and f-statistic at level of significance 5%. Empirical evidence show as insider ownership has positive influence toward DPR of company listed in Indonesia Stock Exchange over period 2007-2009 at level of significance less than 5%, free cash flow has positive influence toward DPR of company listed in Indonesia Stock Exchange over period 2007-2009 at level of significance less than 5%, dispersion of ownership has negative influence toward DPR of company listed in Indonesia Stock Exchange over period 2007-2009 at level of significance less than 5%, and collateralizable assets has positive influence toward DPR of company listed in Indonesia Stock Exchange over period 2007-2009 at level of significance less than 5%, but institutional ownership has no influence toward DPR at level of significance more than 5%. While, five independent variables Insider Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow, Dispersion of Ownership, and Collateralizable Assets have influence toward DPR at level of significance less than 5% as 0,00%. Predictable of the four variables toward DPR is 75% as indicated by Adjusted R square that is 75% while the rest 25% is affected by other factors is not included into the study model.*

*Key Words: Insider Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow, Dispersion of Ownership, Collateralizable Assets, Dividend Payout Ratio.*

## KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kehadirat Allah SWT atas rahmat dan karunia-Nya peneliti dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul *Analisis Agency Cost* dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Merupakan Saham LQ45 pada Tahun 2007-2009. Skripsi ini disusun untuk memenuhi salah satu persyaratan untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi pada Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.

Dalam penyusunan skripsi ini peneliti mendapat dukungan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini peneliti ingin mengucapkan terimakasih kepada:

1. Dr. Hamidah, SE, M.Si selaku Dosen Pembimbing satu.
2. Gatot Nazir Ahmad S.Si, M.Si selaku Dosen Pembimbing dua.
3. Dra. Nurahma Hajat, M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
4. Agung Wahyu Handaru, ST, MM. selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
5. Dra Umi Mardiyati, M.Si selaku Ketua Program Studi S1 Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta.
6. Seluruh dosen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta. yang telah memberikan banyak ilmu selama perkuliahan

7. Kedua orang tua peneliti dan adik-adik peneliti yang telah memberikan bantuan moril dan materiil serta mencurahkan kasih sayangnya dan do'a restu yang tulus, sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.
8. Seluruh rekan mahasiswa S1 Manajemen Reguler 2007 Universitas Negeri Jakarta.
9. Semua pihak yang sudah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu. Terima kasih untuk semuanya.

Peneliti menyadari bahwa skripsi ini masih banyak kekurangan, maka dari itu peneliti mengharapkan kritik dan saran yang membangun demi perbaikan di masa yang akan datang, dan semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi para pembaca.

Jakarta, Januari 2012

Peneliti



## DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL.....	i
LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI.....	iii
PERNYATAAN ORIGINALITAS.....	iv
ABSTRAK.....	v
KATA PENGANTAR.....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Perumusan Masalah.....	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Manfaat Penelitian.....	9
<b>BAB II KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS</b>	
2.1 Kajian Pustaka .....	11
2.2 <i>Review</i> Penelitian Relevan .....	46
2.3 Kerangka Pemikiran .....	50
2.4 Hipotesis .....	55
<b>BAB III METODE PENELITIAN</b>	
3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian .....	57
3.2 Metode Penelitian.....	57
3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian .....	58
3.4 Metode Penentuan Populasi atau Sampel.....	61
3.5 Prosedur Pengumpulan Data .....	62
3.6 Metode Analisis.....	63

<b>BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1 Hasil Penelitian.....	70
4.2 Uji Asumsi Klasik.....	72
4.3 Uji Hipotesis.....	76
4.4 Pembahasan Hasil Penelitian .....	82
<b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b>	
5.1 Kesimpulan.....	90
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	92
5.3 Saran.....	93
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP</b>	

## DAFTAR TABEL

<b>Nomor</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
3.1	Proses Pemilihan Sampel.....	62
4.1.	Tabel Statistik Deskriptif.....	71
4.2	Uji Multikolinearitas.....	74
4.3	Uji Heteroskedastisitas.....	76
4.4	<i>Goodness of Fit Model</i> .....	76
4.5	Uji Hipotesis.....	78
4.6	Uji Statistik F.....	83

## DAFTAR LAMPIRAN

<b>Nomor</b>	<b>Judul</b>
1	Daftar Nama Perusahaan Sampel
2	Data Perusahaan
3	Output SPSS

## DAFTAR GAMBAR

<b>Nomor</b>	<b>Judul</b>	<b>Halaman</b>
2.1	Kerangka Pemikiran.....	55
4.1	Uji Normalitas dengan menggunakan analisis <i>Normal P-P Plot</i> .....	73

## DAFTAR RIWAYAT HIDUP



Gieta Swaradhiny, lahir di Pangkalpinang pada tanggal 17 Mei 1990, merupakan anak pertama dari empat bersaudara dari pasangan Iskandar dan Rahmadini. Pada saat ini bertempat tinggal di jalan Adyaksa no. 02, Pangkalpinang.

Peneliti menamatkan pendidikan Sekolah Dasar di SD Negeri 5 Pangkalpinang pada tahun 2001, kemudian menamatkan pendidikan Sekolah Menengah Pertama di SMP Negeri 3 Pangkalpinang pada tahun 2004, dan selanjutnya menamatkan pendidikan Sekolah Menengah Pertama di SMA Negeri 1 Pangkalpinang pada tahun 2007. Setelah itu, pada tahun yang sama, peneliti melanjutkan kuliah di Universitas Negeri Jakarta, Fakultas Ekonomi, Jurusan Manajemen.

Peneliti pernah mengikuti Seminar Manajemen Keuangan pada tahun 2007, Seminar NATO (*Nature Conservation*) pada tahun 2008, *Collegian Motivation Seminar* “Peningkatan Motivasi Mahasiswa Menuju Dunia Kerja” pada tahun 2008, mengikuti Sertifikasi Teknologi Informasi dan Komunikasi dengan Materi SPSS pada tahun 2009, Seminar *Corporate Social Responsibility* “Upaya Membangun Kemitraan Dengan *Stakeholders*” pada tahun 2009, Seminar Prodi “Manajemen Konflik” pada tahun 2010, *Seminar on Global Market for IPOs* oleh Jay Ritter (*University of Florida*) pada tahun 2010 dan *Seminar on The Leap Up to the U.S Financial Crisis* oleh Sugato Bhattacharyya (*Michigan University*) pada tahun 2011. Peneliti juga mendapatkan kesempatan untuk melaksanakan Praktik Kerja Lapangan pada departemen *Budget and Cost Control* di PT. Cakrawala Andalas Televisi (ANTV) pada tahun 2010. Peneliti juga pernah menjadi peserta *Business Plan Competition* yang diselenggarakan oleh *Singapore Management University* pada tahun 2010 dan 2011. Selain itu, pengalaman organisasi peneliti selama masa kuliah antara lain menjadi anggota UKO (Unit Kegiatan Olahraga) untuk cabang olahraga Basket pada tahun 2007-2008. Peneliti juga aktif dalam kejuaraan Dekan Cup dan Rektor Cup untuk cabang olahraga Basket, Badminton, Voli, dan Futsal Putri pada tahun 2007-2010.

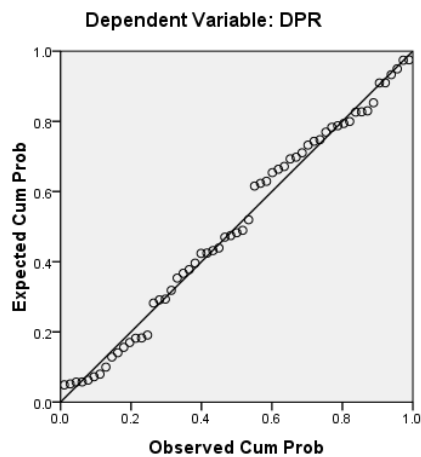
**LAMPIRAN 3**  
**OUTPUT SPSS**

TABEL DESKRIPTIF STATISTIK

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	75	.00	1.52	.1421	.27172
INSD	75	.00	.38	.0068	.04384
INST	75	.26	.95	.5989	.14560
FCF	75	-.67	.62	.0950	.15830
DOWNER	75	.69	2.64	1.2143	.56680
COLLAS	75	.00	.83	.3625	.28812
Valid N (listwise)	75				

UJI NORMALITAS  
Normal P-P Plot

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



TABEL UJI MULTIKOLINEARITAS

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.328	.354		-.927	.358		
INSD	.179	.054	.249	3.330	.002	.772	1.296
INST	-.257	.193	-.097	-3.327	.190	.816	1.226
DOWNER	.374	.106	.255	3.535	.001	.826	1.211
COLLAS	-.074	.024	-.229	-1.115	.003	.799	1.252
LN_FCF	1.367	.104	1.085	13.170	.000	.636	1.573

a. Dependent Variable: DPR

TABEL UJI MULTIKOLINEARITAS DENGAN CONDITION INDEX

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions						
			(Constant)	INSD	INST	DOWNER	COLLAS	LN_FCF	
1	4.093	1.000	.00	.00	.01	.00	.02	.01	
2	1.011	2.013	.00	.00	.00	.74	.01	.00	
3	.523	2.797	.00	.01	.01	.00	.59	.03	
4	.230	4.217	.00	.01	.01	.23	.34	.72	
5	.134	5.537	.01	.02	.86	.02	.01	.14	
6	.010	20.632	.99	.96	.11	.01	.04	.09	

a. Dependent Variable: DPR



TABEL UJI HETEROSKEDASTISITAS

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.354	.207		6.551	.000
	INSD	.069	.031	.190	2.180	.054
	INST	.068	.113	.051	.606	.547
	DOWNER	.129	.062	.175	2.080	.052
	COLLAS	-.021	.014	-.130	-1.525	.133
	LN_FCF	.607	.061	.958	10.000	.071

a. Dependent Variable: abs

TABEL UJI HIPOTESIS

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.878 <sup>a</sup>	.771	.750	.34488	1.869

a. Predictors: (Constant), LN\_FCF, DOWNER, INST, COLLAS, INSD

b. Dependent Variable: DPR

TABEL UJI STATISTIK F

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	21.275	5	4.255	35.774	.000 <sup>a</sup>
	Residual	6.304	53	.119		
	Total	27.579	58			

a. Predictors: (Constant), LN\_FCF, DOWNER, INST, COLLAS, INSD

b. Dependent Variable: DPR

**LAMPIRAN 2**  
**DATA PERUSAHAAN**

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	INSD	INST	FCF	DOWNER	COLLAS
1	AALI	2007	0	0	0.6199	0.368659287	0.693147	0.3279
2	AALI	2008	0	0	0.7968	0.403543457	0.693147	0.307
3	AALI	2009	0.6496	0	0.7968	0.219331834	0.693147	0.3229
4	ANTM	2007	0	0	0.65	0.425034817	0.693147	0.2509
5	ANTM	2008	0	0	0.65	0.133541584	0.693147	0.2821
6	ANTM	2009	0	0	0.65	0.060795497	0.693147	0.2908
7	ASII	2007	0	0	0.5011	0.102629093	0.693147	0.2047
8	ASII	2008	0	0	0.5011	0.113834531	0.693147	0.2321
9	ASII	2009	0	0	0.5011	0.11288763	0.693147	0.2466
10	BBCA	2007	0.0035	0.0176	0.5152	0.020592424	1.386294	0.0103
11	BBCA	2008	0	0.0189	0.5115	0.023521367	1.386294	0.0107
12	BBCA	2009	0.0025	0.0176	0.5233	0.024105621	1.386294	0.0105
13	BBRI	2007	0	0	0.5697	0.023746546	0.693147	0.008
14	BBRI	2008	0.3996	0	0.5682	0.024213438	0.693147	0.005
15	BBRI	2009	0.2227	0	0.5679	0.023058401	0.693147	0.004
16	BLTA	2007	0.274	0.0006	0.4541	0.036721443	1.386294	0.7649
17	BLTA	2008	0.0096	0.0006	0.501	0.095109344	1.386294	0.8259
18	BLTA	2009	0	0.0006	0.5339	-0.114445509	1.386294	0.7792
19	BMRI	2007	0.8862	0	0.6747	0.013620869	0.693147	0.0142
20	BMRI	2008	0.3496	0	0.6697	0.014822119	0.693147	0.0128
21	BMRI	2009	0	0	0.668	0.018132699	0.693147	0.0125

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	INSD	INST	FCF	DOWNER	COLLAS
22	BNBR	2007	0	0.377	0.2801	0.015799247	2.639057	0.4645
23	BNBR	2008	0	0	0.4083	-0.667304589	2.639057	0.3528
24	BNBR	2009	0	0	0.4749	-0.059423762	2.484907	0.4698
25	BTEL	2007	0	0	0.7058	0.030931374	1.609438	0.709
26	BTEL	2008	0	0	0.9462	0.016009061	1.386294	0.6205
27	BTEL	2009	0	0	0.7746	0.008607873	0.693147	0.8144
28	BUMI	2007	0	0	0.4773	0.27984623	1.94591	0.2369
29	BUMI	2008	0.24	0	0.2662	0.071003927	1.791759	0.1679
30	BUMI	2009	0	0	0.2611	0.025698362	1.791759	0.1537
31	ENRG	2007	0	0.039	0.6115	0.012335008	1.609438	0.0007
32	ENRG	2008	0	0.0323	0.5052	-0.002767407	1.609438	0.0001
33	ENRG	2009	0	0.0038	0.4883	0.168687463	1.609438	0.00008
34	INCO	2007	0.0019	0.0003	0.8207	0.621576126	2.197225	0.6593
35	INCO	2008	0	0.0001	0.8207	0.189988182	2.079442	0.7248
36	INCO	2009	0	0	0.8207	0.08318551	1.94591	0.6766
37	INDF	2007	0	0	0.5153	0.033001328	0.693147	0.2749
38	INDF	2008	0	0	0.5153	0.026126668	0.693147	0.2421
39	INDF	2009	0.3934	0	0.5005	0.051404379	0.693147	0.2676
40	BDMN	2007	0.0049	0	0.7388	0.023676531	1.098612	0.0166
41	BDMN	2008	0.003	0	0.6788	0.014263494	0.693147	0.0177
42	BDMN	2009	0	0	0.6776	0.015543254	0.693147	0.0182
43	INKP	2007	0	0	0.5534	0.016734055	1.609438	0.7371
44	INKP	2008	0	0	0.5282	0.033920959	0.693147	0.7303
45	INKP	2009	0	0	0.3	-0.027260486	0.693147	0.7343

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	INSD	INST	FCF	DOWNER	COLLAS
46	ISAT	2007	0	0.003	0.551	0.045073151	1.94591	0.6748
47	ISAT	2008	0.5004	0	0.551	0.036339732	1.098612	0.7427
48	ISAT	2009	0	0	0.7929	0.027220286	1.098612	0.8071
49	KLBF	2007	0	0	0.5041	0.137342302	1.94591	0.2343
50	KLBF	2008	0	0	0.5118	0.123920746	1.94591	0.2327
51	KLBF	2009	0.2733	0	0.5356	0.143310655	1.94591	0.2156
52	MEDC	2007	0	0	0.5188	0.00302743	1.386294	0.2399
53	MEDC	2008	0.1779	0	0.567	0.141501235	1.609438	0.0794
54	MEDC	2009	0.4127	0	0.6452	0.009425086	1.609438	0.1156
55	PGAS	2007	0	0	0.5522	0.056982956	0.693147	0.8044
56	PGAS	2008	1.5218	0	0.5522	0.024807989	1.791759	0.6893
57	PGAS	2009	0.5612	0	0.5522	0.21726358	0.693147	0.6044
58	PTBA	2007	0	0	0.6502	0.182502631	0.693147	0.0906
59	PTBA	2008	0	0	0.6502	0.279669402	0.693147	0.0628
60	PTBA	2009	0	0	0.6502	0.337733877	0.693147	0.0459
61	SMCB	2007	0	0	0.7733	0.023502237	1.098612	0.7868
62	SMCB	2008	0	0	0.7733	0.034379403	1.098612	0.7104
63	SMCB	2009	0	0	0.7733	0.123290554	0.693147	0.7516
64	TLKM	2007	0.4845	0	0.6804	0.156680621	1.609438	0.7321
65	TLKM	2008	0.5638	0	0.6902	0.116369777	1.386294	0.7735
66	TLKM	2009	0.4651	0	0.5787	0.116156061	1.098612	0.7795
67	UNSP	2007	0.0024	0	0.545	0.047919138	1.098612	0.1719
68	UNSP	2008	0.002	0	0.4924	0.036926814	1.386294	0.1582
69	UNSP	2009	0.0006	0	0.2919	0.049840903	1.791759	0.1355

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	INSD	INST	FCF	DOWNER	COLLAS
70	UNTR	2007	0.2865	0	0.5845	0.114825845	0.693147	0.425
71	UNTR	2008	0.2751	0	0.708	0.116454666	2.197225	0.416
72	UNTR	2009	0.2876	0	0.595	0.156425635	0.693147	0.4849
73	UNVR	2007	0.6494	0	0.85	0.367897428	0.693147	0.4124
74	UNVR	2008	0	0	0.85	0.370073589	0.693147	0.3935
75	UNVR	2009	0.7494	0	0.85	0.406694765	0.693147	0.4056

## LAMPIRAN I

### DAFTAR NAMA PERUSAHAAN SAMPEL

No.	Nama Perusahaan	KODE
1	PT. Astra Agro Lestari	AALI
2	PT. Aneka Tambang	ANTM
3	PT. Astra Internasional	ASII
4	PT. Bank Central Asia	BBCA
5	PT. Bank Rakyat Indonesia	BBRI
6	PT. Berlian Laju Tanker	BLTA
7	PT. Bank Mandiri	BMRI
8	PT. Bakrie And Brothers	BNBR
9	PT. Bakrie Telecom	BTEL
10	PT. Bumi Resources	BUMI
11	PT. Bank Danamon	BDMN
12	PT. Energi Mega Persada	ENRG
13	PT. International Nickel Indonesia	INCO
14	PT. Indofood Sukses Makmur	INDF
15	PT. Indah Kiat Pulp & Paper	INKP
16	PT. Indosat	ISAT
17	PT. Kalbe Farma	KLBF
18	PT. Medco Energi International	MEDC
19	PT. Perusahaan Gas Negara	PGAS
20	PT. Tambang Batubara Bukit Asam	PTBA
21	PT. Holcim Indonesia	SMCB
22	PT. Telekomunikasi Indonesia	TLKM
23	PT. Bakrie Sumatra Plantation	UNSP
24	PT. United Tractor	UNTR
25	PT. Unilever Indonesia	UNVR

## DAFTAR PUSTAKA

- Alli, Kasim, Qayyum Khan and Gabriel Ramirez, (1993), Determinants of Corporate Dividend Policy: a Factorial Analysis, *Financial Review*, vol.28
- Bathala, et. al., (1994), Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: an Agency Perspective, *Journal of Financial Management*, vol.23 no.3.
- Brigham, dan Houston (2001), *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, Jianguo dan Nont Dhiensiri (2009), Determinant of Dividend Policy: The Evidence from New Zealand, *International Research Journal of Finance and Economics*.
- Claessens, S., S.Djankov and Larry H.P Lang (2000), *Expropriation of Shareholders in East Asia*, *Journal of Financial Economics*.
- Darman (2007), Analisis Agency Costs dan Kebijakan Dividen pada Emerging Market, *Laporan Penelitian Fakultas Ekonomi Universitas Tadulako*.
- Endang, dan Minaya (2003), Pengaruh Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collateralizable Assets Dengan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* vol. 14 no.21.
- Fauzan (2002), Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar, dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, vol 2
- Gujarati, Damodar, (1999), *Basic Econometrics*, Mc Graw Hill.
- Hendriksen, Eldon (2000), *Teori Akunting*, Batam: Interaksara.
- Holder, et. al., (1998), Dividend Policy Determinant: An Investigation of the Influence of Stakeholders Theory, *Financial Management*, vol.27
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, vol.3.
- Jensen, M.C., (1986), The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Take Over, *American Economic Review* vol 76.
- Keown, et. al., (2000), *Manajemen Keuangan*, edisi 7, diterjemahkan oleh Djakman dan Sulistyorini, Jakarta: Salemba Empat.

- Miller M.H, and F. Modigliani (1961), Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, vol. 34.
- Mollah et. al, (2000), *The Influence of Agency Costs and Dividend Policy in Emerging Market: Evidence From Dhaka Stock Exchange*, *Working Paper, Leeds University Business School*.
- Nachrowi, D.N, dan Usman, Hardius. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika*. Jakarta. 2006.
- Nugraha, I Nyoman, (2006), Analisis Biaya Keagenan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEJ, *Jurnal Riset Akuntansi Aksioma*, vol. 5
- Predessya, Pandu, (2006), Pengaruh Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collateralizable Assets, dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen, *Laporan Penelitian UII*.
- Rosdini, Dini (2009), Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio, *Research of Economics Padjajaran Universty, Bandung*.
- Rozeff, M.S., (1982), Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, vol. 5 no. 3.
- Sartono, Agus, (2000), *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFE.
- Saxena, A.K., (1999), Determinants of Dividend Policy, Regulated Versus Unregulated Firms, *Financial Management Association Conference*.
- Smith, C.W., and Watss, (1992), The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, vol. 32.
- Suherly, Michell, (2004), Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen, *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*, vol. 4 no.3.
- Sutrisno, (2003), *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep, dan Aplikasi*, Ekonisia.
- Taswan (2003), Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis Ekonomi*, vol. 10 no. 2.
- (2007) *Indonesian Capital Market Directory, eleventh edition*
- (2008) *Indonesian Capital Market Directory, eleventh edition*
- (2009) *Indonesian Capital Market Directory, eleventh edition*



## BAB 5

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh antara *agency costs* yang diproksi oleh *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *dispersion of ownership*, dan *collaterizable assets* terhadap kebijakan deviden yang diproksi oleh *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan merupakan saham LQ45 dengan periode penelitian 2007-2009. Sampel penelitian dipilih berdasarkan karakteristik penyampelan tertentu dengan 25 perusahaan sampel, dengan nama-nama perusahaan yang tercantum pada lampiran I. Data diolah dengan persamaan regresi berganda menggunakan *software* SPSS 16, setelah sebelumnya dilakukan uji asumsi klasik. Berdasarkan hasil penelitian pada bab sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. *Insider Ownership* ( $X_1$ ) mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap DPR. Semakin besar *insider ownership*, semakin besar pula *dividend payout ratio*, dan sebaliknya semakin kecil *insider ownership*, semakin kecil pula *dividend payout ratio*. Karena semakin banyak saham yang dimiliki oleh *insider ownership* maka manajemen cenderung membayar dividen lebih besar, dengan anggapan bahwa dividen yang

diterima *insider ownership* akan digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya sendiri, dan mengembangkan perusahaan.

2. *Institutional Ownership* ( $X_2$ ) tidak mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap DPR.
3. *Free cash flow* ( $X_3$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*. Semakin besar ,semakin besar pula *dividend payout ratio*, dan sebaliknya, semakin kecil *free cash flow*, semakin kecil pula *dividend payout ratio*, karena semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan mendapat tekanan yang besar dari para pemegang saham untuk membagikan deviden.
4. *Dispersion of ownership* ( $X_4$ ) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Semakin besar *dispersion of ownership*, maka semakin besar pula *dividen payout ratio*, dan sebaliknya semakin kecil *dispersion of ownership*, *dividend payout ratio* akan semakin kecil.
5. *Collateralizable assets* ( $X_5$ ) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Semakin besar *collateralizable assets*, semakin kecil *dividend payout ratio*, dan sebaliknya, semakin kecil *collateralizable assets* semakin besar *dividend payout ratio*.
6. Berdasarkan uji pengaruh secara keseluruhan pada saat periode penelitian menunjukkan bahwa variabel *insider ownership* ( $X_1$ ), *institutional ownership* ( $X_2$ ), *free cash flow* ( $X_3$ ), *dispersion of ownership* ( $X_4$ ), dan

*collateralizable assets* ( $X_5$ ) secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, keterbatasan tersebut antara lain:

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya menganalisis perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan merupakan saham LQ45 dengan jumlah sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 25 perusahaan selama periode 2007-2009.
2. Peneliti hanya menggunakan *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* dalam mengukur pengaruh variabel terhadap kebijakan dividen sementara masih banyak faktor-faktor dan rasio keuangan lain yang dapat dipakai untuk mengetahui pengaruh variabel terhadap kebijakan dividen, posisi solvabilitas, likuiditas, rencana perluasan atau ekspansi, kebutuhan untuk melunasi utang, kesempatan investasi, dan stabilitas pendapatan.
3. Peneliti hanya melakukan penelitian dalam jangka waktu 3 tahun, yaitu dari tahun 2007-2009.
4. Kebijakan deviden dinilai hanya dari DPR yang dibayar tunai sehingga tidak memperhitungkan kebijakan deviden lainnya.

### 5.3 Saran

Beberapa saran yang dikemukakan peneliti berkaitan dengan hasil penelitian adalah:

1. Bagi pihak manajemen perusahaan disarankan untuk memperhatikan komposisi kepemilikan saham perusahaan agar tidak didominasi oleh pihak tertentu dalam rangka menciptakan pasar modal sebagai alternatif pendanaan perusahaan yang bertujuan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.
2. Bagi pihak investor, agar lebih memperhatikan komposisi pemegang saham *insider* dan institusi sebelum memutuskan untuk berinvestasi.
3. Bagi peneliti selanjutnya yang tertarik melakukan penelitian sejenis, variabel independen yang digunakan harus lebih dikembangkan. Pengembangan ini perlu dilakukan mengingat banyak variabel lain yang berperan dalam mempengaruhi kebijakan dividen seperti posisi solvabilitas, likuiditas, rencana perluasan atau ekspansi, kebutuhan untuk melunasi utang, kesempatan investasi, dan stabilitas pendapatan.

## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Hasil Penelitian**

##### **4.1.1. Data Penelitian**

Perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45 selama periode 2007-2009. Jumlah perusahaan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 25 perusahaan.

Dalam bab ini penulis akan menganalisis data yang telah terkumpul. Data yang telah dikumpulkan tersebut berupa laporan keuangan dari perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2007 sampai dengan tahun 2009. Hasil pengolahan data berupa informasi untuk mengetahui apakah *Dividen Payout Ratio* dipengaruhi oleh rasio keuangan yang meliputi *Insider ownership*, *Institutional Ownership*, *Free cash flow*, *Dispersion of ownership*, *Collaterizable assets* serta seberapa besar pengaruhnya.

Sesuai dengan permasalahan dan perumusan model yang telah dikemukakan, serta kepentingan pengujian hipotesis, maka teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Sebelum melakukan pengujian regresi berganda,

dilakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinieritas dan heterokedastisitas.

Analisis regresi berganda merupakan pengujian untuk melihat hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen atau untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden. Pengujian ini dilakukan dengan program SPSS 16. Setelah model regresi terbebas dari penyimpangan asumsi klasik, maka dilakukan uji statistik yang terdiri dari uji-f dan uji- t.

#### 4.1.2. Analisis Deskriptif

Diskripsi statistik dari variabel penelitian dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4.1  
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	75	.00	1.52	.1421	.27172
INSD	75	.00	.38	.0068	.04384
INST	75	.26	.95	.5989	.14560
FCF	75	-.67	.62	.0950	.15830
DOWNER	75	.69	2.64	1.2143	.56680
COLLAS	75	.00	.83	.3625	.28812
Valid N (listwise)	75				

Sumber: Output SPSS, data diolah peneliti

Berdasarkan tabel 4.1, dapat dijelaskan bahwa nilai minimum *deviden payout ratio* sebesar 0,00 dengan nilai maksimum 1,52, nilai rata-rata sebesar 0,1421, dan standar deviasi sebesar 0,27172. Nilai minium *insider ownership* sebesar 0,00. Nilai maksimumnya adalah sebesar 0,38, rata-rata sebesar 0,0068 dan standar deviasi sebesar

0,4384. Nilai minimum *institutional ownership* sebesar 0,26, nilai maksimum sebesar 0,95, nilai rata-rata sebesar 0,5989 dan standar deviasi sebesar 0,14560. Nilai minimum *free cash flow* sebesar -0,67, nilai maksimum sebesar 0,62, nilai rata-rata sebesar 0,0950, dan standar deviasi sebesar 0,15830. Nilai minimum *dispersion of ownership* sebesar 0,69, nilai maksimum sebesar 2,64, nilai rata-rata sebesar 1,2143 dan standar deviasi sebesar 0,56680. Nilai minimum *collateralizable assets* sebesar 0,00, nilai maksimum sebesar 0,83, nilai rata-rata sebesar 0,3625, dan standar deviasi sebesar 0,28812.

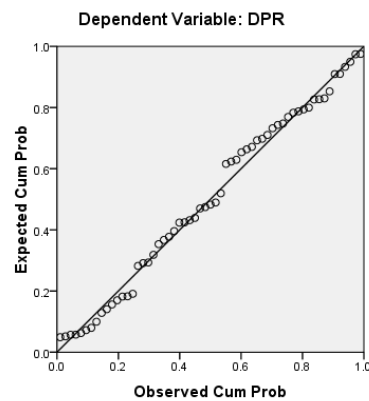
## 4.2 Uji Asumsi Klasik

Salah satu syarat yang menjadi dasar penggunaan model regresi linear berganda dengan metode estimasi *Ordinary Least Square* (OLS) adalah dipenuhinya semua asumsi klasik, agar hasil pengujian bersifat tidak bias dan efisien (*Best Linear Unbiased Estimator/ BLUE*), yang artinya tidak terdapat multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan memenuhi asumsi kenormalan (Gujarati, 1999). Pengujian asumsi klasik dalam penelitian ini dilakukan dengan bantuan program statistik.

### 4.2.1. Uji Normalitas

Model regresi yang baik jika semua variable berdistribusi normal. Penelitian ini menggunakan model analisis *Normal P-P Plot*. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.1 Uji Normalitas dengan menggunakan analisis *Normal P-P Plot*  
 Sumber: data diolah peneliti

Plot pada gambar 4.1 menunjukkan bahwa titik-titik (gradient antara Probabilitas Kumulatif Observasi dan Probabilitas Kumulatif Ekspektasi) berada di sepanjang garis, artinya data menyebar di sekitar diagram dan mengikuti model regresi. Dengan melihat penyimpangan titik-titik yang relatif tidak jauh dari garis, maka dapat disimpulkan bahwa residual telah mengikuti distribusi normal.

#### 4.2.2. Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas adalah adanya hubungan antara variabel independen dalam satu persamaan regresi. Model regresi yang baik seharusnya tidak memiliki masalah multikolenieritas. Seperti telah dibahas pada bab III, penelitian ini mendeteksi multikolinieritas dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Factors*) untuk masing-masing variabel, apakah bernilai lebih besar dari 10 atau tidak. Jika nilai tolerans kurang dari atau sama dengan 1 berarti tidak ada



korelasi antara variabel independen dan bila nilai VIF tidak melebihi 10 maka diindikasikan model tersebut tidak terkena persoalan multikolinearitas. Hasil uji multikolinearitas dengan menguji VIF dapat dilihat pada tabel 4.5.

Dari hasil pengujian VIF pada table 4.5 dapat dilihat bahwa nilai VIF untuk variable *insider ownership* adalah sebesar 1,184, nilai VIF untuk variabel *institutional ownership* adalah sebesar 1,230, nilai VIF untuk variable *free cash flow* sebesar 1,096, nilai VIF untuk variabel *dispersion of ownership* sebesar 1,148 dan nilai VIF untuk variabel *collateralizable assets* adalah sebesar 1,193 yang artinya seluruh variabel penjelas memiliki nilai VIF kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi ini tidak memiliki masalah multikolinearitas.

Untuk mendeteksi multikolinearitas juga dapat dilihat dari nilai *Condition Index* (CI), yaitu apabila lebih besar dari 30, maka terjadi multikolinearitas

Tabel 4.2  
Uji Multikolinearitas

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions					
				(Constant)	INS D	INST	DOWNER	COLLA S	LN_FC F
1	1	4.093	1.000	.00	.00	.01	.00	.02	.01
	2	1.011	2.013	.00	.00	.00	.74	.01	.00
	3	.523	2.797	.00	.01	.01	.00	.59	.03
	4	.230	4.217	.00	.01	.01	.23	.34	.72
	5	.134	5.537	.01	.02	.86	.02	.01	.14
	6	.010	20.632	.99	.96	.11	.01	.04	.09

Sumber: data diolah peneliti

Dari table di atas diperoleh nilai CI untuk seluruh variabel adalah kurang dari 30, maka dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas.

#### 4.2.3. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, maka disebut homoskedastisitas, dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Penelitian ini menggunakan *Uji Glejser* untuk mendeteksi masalah heteroskedastisitas. *Uji Glejser* secara umum dapat dinotasikan sebagai berikut:

$$|e| = b_1 + b_2X_2 + v$$

Dimana:

$|e|$  : Nilai absolut dari residual yang dihasilkan dari regresi model

$X_2$  : Variable penjelas

Bila variabel penjelas secara statistik signifikan mempengaruhi residual, maka terdapat masalah heteroskedastisitas. Hasil *Uji Glejser* dengan *software* SPSS 16 dapat dilihat pada tabel 4.3 berikut:

Tabel 4.3  
Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.354	.207		6.551	.000
INSD	.069	.031	.190	2.180	.054
INST	.068	.113	.051	.606	.547
DOWNER	.129	.062	.175	2.080	.052
COLLAS	-.021	.014	-.130	-1.525	.133
LN_FCF	.607	.061	.958	10.000	.071

Sumber: Output SPSS, data diolah peneliti

Dari hasil pengujian pada tabel 4.3, nilai t-statistik dari seluruh variabel penjelas tidak ada yang signifikan secara statistik, sehingga dapat disimpulkan bahwa model ini tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

#### 4.3. Uji Hipotesis

Berikut hasil pengujian model regresi berganda terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada periode 2007 – 2009.

Table 4.4  
*Goodness of Fit Model*

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.878 <sup>a</sup>	.771	.750	.34488	1.869

Sumber: Output SPSS, data diolah peneliti

Pada *model summary* di atas, dapat dilihat hasil analisis regresi secara keseluruhan menunjukkan nilai R sebesar 0,878 menunjukkan bahwa korelasi atau hubungan antara *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* (variabel

independen) dengan *dividend payout ratio* (variabel dependen) erat, yaitu 0,878.

Nilai *adjusted R square* sebesar 0,750 atau 75% mengindikasikan bahwa variasi dari variabel independen hanya mampu menjelaskan variasi variabel dependen sebesar 75% dan sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain.

Pengujian hipotesis secara statistik dilakukan dengan menggunakan:

**a. Uji t (t-test)**

Uji t dilakukan untuk mengetahui hubungan antara variabel-variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial (individu). Dalam uji t digunakan hipotesis sebagai berikut:

$H_0: b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = 0$ , artinya *Insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership, dan collateralizable assets* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

$H_1: b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \neq 0$ , artinya *Insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership, dan collateralizable assets* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kriteria yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

$H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak jika  $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$  untuk  $\alpha = 5 \%$

$H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$  untuk  $\alpha = 5 \%$

Tabel 4.5  
Uji Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.328	.354		-.927	.358		
INSD	.179	.054	.249	3.330	.002	.772	1.296
INST	-.257	.193	-.097	-3.327	.190	.816	1.226
DOWNER	.374	.106	.255	3.535	.001	.826	1.211
COLLAS	-.074	.024	-.229	-1.115	.003	.799	1.252
LN_FCF	1.367	.104	1.085	13.170	.000	.636	1.573

Sumber: Output SPSS, data diolah peneliti

Hasil pengujian t-statistik pada tabel di atas dijelaskan sebagai berikut:

1) Pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*

$H_1$ : *insider ownership* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel *insider ownership* memiliki t hitung 3,330 dengan nilai signifikansi 0,002. Dengan menggunakan tabel t, diperoleh t tabel sebesar 2,004879. Hal ini menunjukkan bahwa t hitung > t tabel (3.330 > 2,004879) dan nilai signifikansi < 0,05, yang berarti bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima artinya *insider ownership* secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

2) Pengaruh *institutional ownership* terhadap *dividend payout ratio*

$H_2$ : *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel *institutional ownership* memiliki t hitung -3,327 dengan nilai signifikansi 0,190. Dengan menggunakan tabel t, diperoleh t tabel sebesar -2,004879. Hal ini menunjukkan bahwa t hitung < t tabel ( $-3,327 < -2,004879$ ) dan nilai signifikansi > 0,05, yang berarti bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_2$  ditolak, artinya *institutional ownership* secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

3) Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*

Variabel *free cash flow* memiliki t hitung sebesar 13,170 dengan nilai signifikansi 0,00. Dengan menggunakan tabel t, diperoleh t tabel sebesar 2,004879. Hal ini menunjukkan bahwa t hitung > t tabel ( $13,170 > 2,004879$ ) dan nilai signifikansi < 0,05, yang berarti bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_3$  diterima, artinya *free cash flow* secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

4) Pengaruh *dispersion of ownership* terhadap *dividend payout ratio*

$H_4$ : *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Variabel *dispersion of ownership* memiliki t hitung 3,535 dengan nilai signifikansi 0,001. Dengan menggunakan tabel t, diperoleh t tabel sebesar 2,004879. Hal ini menunjukkan bahwa t hitung > t tabel ( $3,535$

$> 2,004879$ ) dan nilai signifikansi  $< 0,05$ , yang berarti bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_4$  diterima, artinya *dispersion of ownership* secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

5) Pengaruh *collateralizable assets* terhadap *dividend payout ratio*

$H_5$ : *collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*

Variabel *collateralizable assets* memiliki t hitung  $-1,115$  dengan nilai signifikansi  $0,003$ . Dengan menggunakan tabel t, diperoleh t tabel sebesar  $-2,004879$ . Hal ini menunjukkan bahwa t hitung  $> t$  tabel ( $-1,115 > -2,004879$ ) dan nilai signifikansi  $< 0,05$ , yang berarti bahwa  $H_0$  ditolak dan  $H_5$  diterima, artinya *collateralizable assets* secara parsial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

**b. Uji F (ANOVA)**

Uji F ini dilakukan untuk melihat seberapa besar pengaruh variabel bebas secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Dalam uji digunakan hipotesis sebagai berikut:

$H_0$ :  $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = 0$ , artinya *Insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* secara simultan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

$H_1$ :  $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 \neq 0$ , artinya *Insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kriteria yang digunakan dalam pengujian ini adalah sebagai berikut:

$H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak jika  $F \text{ hitung} < F \text{ tabel}$  untuk  $\alpha = 5 \%$

$H_1$  diterima dan  $H_0$  ditolak jika  $F \text{ hitung} > F \text{ tabel}$  untuk  $\alpha = 5 \%$

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$H_6$ : *Insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil pengujian F statistik dalam penelitian ini dapat dilihat pada table berikut:

Tabel 4.6  
Uji Statistik F

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	21.275	5	4.255	35.774	.000 <sup>a</sup>
Residual	6.304	53	.119		
Total	27.579	58			

Sumber: Output SPSS, data diolah peneliti, 2011

Hasil uji F yang ditampilkan dalam tabel 4.6 menunjukkan bahwa nilai F hitung adalah 35,774 dengan tingkat signifikansi 0,000 ( $< 0,05$ ) atau secara statistik signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , sehingga dapat disimpulkan bahwa paling tidak ada sebuah variable bebas yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variable terikat. Variabel-variabel yang mempunyai pengaruh nyata terhadap variabel terikat tersebut antara lain *insider of*



*ownership, free cash flow, dispersion ownership, dan collateralizable assets*, seperti yang ditunjukkan dalam table 4.5.

#### 4.4 Pembahasan Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *insider ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis (**H1**), yang memprediksi variabel *insider ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis (H1 untuk variabel *insider ownership*) diterima. Perusahaan melakukan pembayaran dividen yang tinggi ketika *insider ownership* memiliki sebagian besar saham perusahaan untuk mengurangi *agency costs*.

Nilai koefisien variabel *insider ownership* (INSD) adalah sebesar 0,179 menunjukkan bahwa peningkatan *insider ownership* sebesar 1% maka akan meningkatkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 17,9 %. Nilai signifikansi untuk variabel *insider ownership* adalah sebesar 0,02 yang berarti variabel ini berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen ( $0,02 < 0,05$ ).

Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa semakin besar *insider ownership*, maka akan semakin besar *dividend payout ratio*. Hal ini disebabkan karena semakin banyak saham yang dimiliki oleh *insider ownership* maka manajemen cenderung membayar dividen lebih besar,

dengan anggapan bahwa deviden yang diterima *insider ownership* akan digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan dirinya sendiri.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Taswan (2003) semakin besar *insider ownership*, semakin besar *dividend payout ratio* dan sebaliknya semakin kecil *insider ownership*, semakin kecil pula *dividend payout ratio*.

Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Rozeff (1982), Alli et al. (1993), Holder et al. (1998), Mollah et al (2000) dan Saxena (1999) yang menemukan *insider ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya disebabkan karena kondisi pasar modal Indonesia (BEI) sebagai alternatif pendanaan bagi perusahaan masih sangat kecil dibanding di negara yang pasar modalnya sudah maju seperti *New York Stock Exchange* (NYSE). Perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*, sehingga tidak akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer (agen) perusahaan.

Variabel *institutional ownership* tidak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis (H2) untuk variabel *institutional ownership* yang memprediksi variabel *institutional ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis ditolak ( $0,190 > 0,05$ ).

Nilai koefisien variable *institutional ownership* (INST) adalah sebesar -0,257 menunjukkan bahwa setiap penurunan *institutional ownership* sebesar 1% maka akan meningkatkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 25,7%.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan Saxena (1999) yang mengemukakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena *institutional ownership* digunakan sebagai alat untuk memonitor manajer sehingga mengurangi *agency costs*.

Perbedaan hasil temuan penelitian ini dengan penelitian terdahulu disebabkan belum adanya pemisahan yang jelas antara pemilik dan kontrol perusahaan yang didominasi oleh pihak keluarga. Sudarma (2004) (dalam Darman, 2007), mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan publik di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga, dan sebelum *go public* umumnya perusahaan melakukan rekonstruksi kepemilikan dengan membentuk *holding company* atau perusahaan induk untuk mengendalikan perusahaan *go public*.

Belum adanya pemisahan yang jelas antara pemilik dan kontrol perusahaan yang didominasi oleh kepemilikan keluarga, dimana manajer dan pemilik dominan perusahaan berada dalam satu ikatan keluarga, sehingga kepentingan manajer selaras dengan kepentingan *institutional ownership*. Oleh karena itu *institutional ownership* tidak terlalu

mempertimbangkan *agency costs* dalam pengambilan kebijakan dividen perusahaan.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *free cash flow* yang tersedia, maka semakin tinggi pula *dividend payout ratio*. Semakin besar *free cash flow*, semakin besar *dividend payout ratio*, karena semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka manajemen akan mendapat tekanan yang besar dari para pemegang saham untuk membagikan dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan prediksi hipotesis (**H3**) untuk variabel *free cash flow*) yang memprediksi variabel *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis diterima ( $0,00 < 0,05$ ).

Nilai koefisien variabel *free cash flow* adalah sebesar 1,367 yang menunjukkan bahwa setiap peningkatan *free cash flow* sebesar 1% maka akan meningkatkan DPR sebesar 136,7 %.

Hasil penelitian ini mendukung hipotesis *free cash flow* dari Jensen dan Meckling (1986) yang mengemukakan bahwa ketika perusahaan mempunyai kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang bernilai NPV positif, namun lebih baik lagi jika manajer mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham sebagai dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Jika tidak, maka manajer akan melakukan proyek yang tidak optimal.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Holder et al. (1998) dan Mollah et al. (2000) yang menemukan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen yang tinggi untuk mengurangi *agency costs*.

Variabel *dispersion of ownership* dalam penelitian ini memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *dispersion of ownership* maka perusahaan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi pula. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis **(H4)** untuk variabel *dispersion of ownership* yang memprediksi variabel *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis diterima ( $0.001 < 0,05$ ).

Arah hubungan *dispersion of ownership* yang positif menyatakan bahwa jika saham dipegang oleh lebih sedikit pemegang saham, kepemilikan mereka akan lebih terkonsentrasi dan lebih mudah mempengaruhi perilaku orang dalam atau insider. Oleh karena itu *agency costs* berkurang dan pembayaran dividen lebih rendah.

Nilai koefisien variabel *dispersion of ownership* adalah sebesar 0,374 menunjukkan bahwa setiap kenaikan *dispersion of ownership* sebesar 1% maka akan meningkatkan DPR sebesar 37,4%.

Hasil penelitian ini mendukung pendapat Rozeff (1982) yang mengemukakan bahwa *dispersion of ownership* merupakan faktor penentu

kebijakan dividen, bahwa semakin tinggi jumlah pemegang saham maka masalah agensi yang terjadi juga semakin keras, sehingga kebutuhan untuk memonitor tindakan manajer juga meningkat.

Hasil penelitian ini juga mendukung hasil penelitian Alli et al. (1993), Holder et al (1998), Mollah et al. (2000) dan Saxena (1999) yang mengemukakan bahwa *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *collateralizable assets* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *collateralizable assets*, maka pembayaran dividen yang dilakukan pun akan semakin kecil untuk menghindari *agency conflict* antara pemegang saham dengan kreditor. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis (H5) untuk variabel *collateralizable assets*, yang memprediksi bahwa variabel *collateralizable assets* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis diterima ( $0,003 < 0,05$ ).

Adanya pengaruh yang signifikan ini menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 memiliki jaminan aset yang cukup tinggi untuk mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dengan kreditor yang akhirnya akan menurunkan *agency costs* dan mempengaruhi kebijakan dividen.

Nilai koefisien variabel *collateralizable assets* adalah sebesar -0,074 menunjukkan bahwa setiap peningkatan *collateralizable assets* sebesar 1% maka akan meningkatkan DPR sebesar 7,4%.

Semakin besar *collateralizable assets*, maka *dividend payout ratio* semakin kecil. Arah hubungan *collateralizable assets* dengan *dividend payout ratio* tersebut konsisten dengan penelitian Endang dan Minaya (2003). Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *collateralizable assets*, semakin besar pula dana perusahaan yang diinvestasikan pada aktiva tetap, sehingga semakin kecil dividen yang dibagikan. Oleh karena itu, semakin besar *collateralizable assets* semakin kecil dividen yang dibayarkan.

Hasil penelitian ini secara simultan membuktikan bahwa variabel *agency costs* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, dimana untuk uji F secara simultan,  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima. Hal ini sesuai dengan prediksi hipotesis **(H6)** yang memprediksi *agency cost* (*insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion of ownership, dan collateralizable assets*) berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis (H6) diterima ( $0,00 < 0,005$ ).

Hasil penelitian ini mendukung pendapat dari Jensen dan Meckling (1976) yang mengemukakan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi dana *discretioner* yang tersedia bagi manajer, sehingga untuk mengurangi *agency costs*, maka perusahaan melakukan pembayaran dividen.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *agency costs* merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan yang sahamnya merupakan saham LQ45 dan terdaftar di BEI. Nilai *Adjusted R-square* hasil analisis adalah sebesar 0,75 menunjukkan bahwa 75% dari variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh *insider ownership, institutional, ownership, free cash flow,*

*dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets*. Sedangkan selebihnya 25% dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Menurut Sutrisno (2003), faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah posisi solvabilitas, likuiditas, rencana perluasan atau ekspansi, kebutuhan untuk melunasi utang, kesempatan investasi, dan stabilitas pendapatan.



## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Objek dan Ruang Lingkup Penelitian**

Objek penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang telah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham-saham LQ45 pada tahun 2007-2009 (Indonesian Capital Market Directory, 2011).

##### **3.1.1 Batasan Penelitian**

Untuk menghindari kesimpangsiuran dalam penelitian, maka luas penelitian dibatasi dan hanya menyangkut pengaruh *Agency Costs* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

#### **3.2 Metode Penelitian**

Sesuai dengan tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui pengaruh *agency costs* terhadap kebijakan dividen, maka rancangan penelitian yang digunakan adalah jenis penelitian eksplanatoris. Penentuan jenis penelitian eksplanatoris ini sesuai dengan pengertian yang dijelaskan oleh Sugiyono (2005) bahwa *explanatory research* adalah bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan variabel lainnya.

### 3.3 Operasionalisasi Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat dua konsep yang diteliti, yaitu *agency costs* dan kebijakan dividen, yang terbagi dalam dua jenis variable, yaitu variabel dependen dan independen.

#### 3.3.1 Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak, seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Bringham dan Houston, 2001). Kebijakan dividen menggunakan proksi *dividend payout ratio* (DPR) yang diukur dalam persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, yang merupakan rasio antara dividen per lembar saham perusahaan dengan laba per lembar saham perusahaan. Pengukuran variabel pembayaran dividen sesuai dengan pengukuran variabel pembayaran dividen pada I Nyoman Nugraha (2006), Dini (2009), Jianguo dan Nent (2009), Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Saxena (1999), D'Souza dan Saxena (1999), Cruthley et al. (1999), dan Mollah et al. (2000), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Per Lembar Saham}}$$

### 3.3.2 Variabel Independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah *agency costs*. Gitman (2000) mengemukakan bahwa *agency costs* adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. adapun variabel-variabel *agency costs* yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### 1. *Insider Ownership* ( $X_1$ )

Kepemilikan saham *insider* merupakan kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan, yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel *agency costs* dalam penelitian I Nyoman Nugraha (2006), Rozeff (1982), Jensen et al. (1992), Saxena (1999), Crutchley et al. (1999), dan Mollah et al. (2000), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki komisaris dan direktur}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

#### 2. *Institutional Ownership* ( $X_2$ )

Kepemilikan saham institusi merupakan kepemilikan saham oleh investor institusi bukan manajemen perusahaan, yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel *agency*

*costs* dalam penelitian I Nyoman Nugraha (2006), Crutchley et al. (1999), D'Souza dan Saxena (1999), dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Saham yang dimiliki institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

### 3. *Free Cash Flow (X3)*

*Free Cash Flow* didefinisikan oleh Jensen (1986) sebagai kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan, yang diukur dengan laba bersih setelah pajak dan dividen kemudian dikurangi penyusutan yang dibandingkan dengan total aset. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel *agency costs* dalam penelitian Holder et al. (1998) dan Mollah et al. (2000).

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak} - \text{Dividen}}{\text{Total Aset}}$$

### 4. *Dispersion of Ownership(X4)*

Penyebaran kepemilikan saham adalah jumlah pemegang saham dari jumlah saham yang beredar (Rozeff, 1982). Penyebaran kepemilikan dihitung dengan log natural pemegang saham biasa. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel *agency costs* dalam penelitian I Nyoman Nugraha (2006), Rozeff (1982), Alli et

al. (1993), Noronha et al. (1996), Holder et al. (1998), Saxena (1999), dan Mollah (2000), dengan rumus sebagai berikut:

$$Dispersion\ of\ Ownership = Ln\ Jumlah\ Pemegang\ Saham$$

### 5. *Collateralizable Assets (X5)*

Nilai aktiva yang dijaminakan mencerminkan besarnya nilai aktiva tetap perusahaan pada akhir tahun laporan keuangan yang dapat digunakan untuk memperoleh pinjaman. Variabel nilai aktiva yang digunakan dinyatakan dalam rasio aktiva tetap dengan total aktiva dari data neraca akhir tahun. Semakin besar aktiva yang dijaminakan, maka akan banyak dana yang digunakan untuk menjamin kelangsungan pemakaian *collateralizable assets*. *Collateralizable assets* merupakan perbandingan antara rasio total aktiva tetap bersih dengan total aktiva. Pengukuran ini sesuai dengan pengukuran variabel *agency costs* dalam penelitian I Nyoman Nugraha (2006) dan Mollah et al. (2000), dengan rumus sebagai berikut:

$$Collateralizable\ Assets = \frac{Aktiva\ Tetap}{Total\ Aset}$$

### 3.4 Metode Penentuan Populasi atau Sampel

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang telah *go public* sejak 2007 hingga 2009 dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45. Sedangkan pemilihan sampel dengan menggunakan metode

*purposive sampling* dengan tipe *judgment sampling* yaitu sampel dengan mendasarkan pada kriteria tertentu atau ciri-ciri tertentu dari sampel itu (Cooper & Schindler, 2000 dalam Euis & Taswan, 2002). Kriteria yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009
2. Perusahaan membayar dividen tunai selama tahun 2007-2009
3. Perusahaan mempunyai data *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets*.

Tabel 3.1  
Proses Pemilihan Sampel

No.	Kriteria Sampel	Sampel
1	Perusahaan yang sahamnya terdapat pada LQ45 pada periode 2007-2009	45
2	Perusahaan yang sahamnya terdapat pada LQ45 dan membayarkan dividen pada periode 2007-2009	25
3	Perusahaan mempunyai data <i>insider ownership</i> , <i>institutional ownership</i> , <i>free cash flow</i> , <i>dispersion of ownership</i> , dan <i>collateralizable assets</i> .	25
	Sampel Final (25 perusahaan x 3 tahun)	75

Sumber: Data diolah peneliti

### 3.5 Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur pengumpulan data adalah dokumentasi dan jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang telah diolah lebih lanjut dan disajikan baik oleh pihak lain (Cooper, 1997: 256). Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data laporan keuangan perusahaan, antara lain neraca, laporan laba/rugi, laporan arus kas,

*data insider ownership, institutional ownership*, serta data *dispersion of ownership* yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory (ICMD) tahun 2007-2009.

### 3.6 Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan menggunakan SPSS 16. Model ini digunakan untuk melihat hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen atau untuk menganalisis pengaruh *insider ownership, institutional ownership, free cash flow, dispersion ownership*, dan *collateralizable assets* terhadap kebijakan deviden.

Persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$Y = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + b_4 X_4 + b_5 X_5 + e \dots\dots\dots (3.1)$$

Keterangan :

$Y$  : kebijakan deviden (*deviden payout ratio*)

$X_1$  : *insider ownership*

$X_2$  : *institutional ownership*

$X_3$  : *free cash flow*

$X_4$  : *dispersion of ownership*

$X_5$  : *collateralizable assets*

$b_{1,2,3,4,5}$  : koefisien regresi variabel  $X_{1,2,3,4,5}$

$e$  : *error*

Penelitian ini akan menguji pengaruh variabel independen yaitu *agency cost*, yang terdiri dari *insider ownership* (INSD), *institutional ownership* (INST), *free cash flow* (FCF), *dispersion of ownership* (DOWNER), dan *collateralizable assets* (COLLAS) terhadap kebijakan dividen (DPR), sehingga model analisis yang digunakan adalah *Ordinary Least Square* (OLS).

Adapun langkah-langkah analisis dengan menggunakan *Ordinary Least Square* adalah sebagai berikut:

1. Menghitung rasio keuangan, meliputi: INSD ( $X_1$ ), INST ( $X_2$ ), FCF ( $X_3$ ), DOWNER ( $X_4$ ), COLLAS ( $X_5$ ), dan DPR ( $Y$ ).
2. Melakukan uji asumsi klasik, yang terdiri dari:

Metode regresi berganda dapat dijadikan alat estimasi dengan ketentuan jika telah memenuhi persyaratan BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), yaitu tidak terdapat multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas, dan memenuhi asumsi kenormalan (Gujarati, 1999).

- a. Uji Normalitas, adalah pengujian tentang kenormalan distribusi data. Penggunaan uji normalitas karena pada analisis statistik parametrik, asumsi yang harus dimiliki oleh data adalah bahwa data tersebut harus terdistribusi secara normal. Maksud data terdistribusi secara normal adalah bahwa data akan mengikuti bentuk distribusi normal. Analisa yang digunakan adalah analisa *Normal P-P Plot* yang akan menganalisa jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas. Pada *Normal P-P Plot* prinsipnya normalitas dapat



dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Dasar pengambilan keputusan:

- 1) Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
  - 2) Jika data menyebar jauh garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.
- b. Multikolinearitas, merupakan suatu keadaan apabila terdapat hubungan linear yang sempurna atau pasti di antara beberapa atau semua variable yang menjelaskan dari model regresi. Terdapat beberapa metode untuk mengetahui ada atau tidaknya multikolinearitas, yaitu:
1. Nilai  $R^2$  yang tinggi atau signifikan, namun nilai standar *error* dan tingkat signifikansi masing-masing variabel sangat rendah.
  2. Dengan melihat *Variance Inflation Factor* (VIF) yaitu apabila nilai VIF kurang dari 10, maka tidak terdapat multikolinearitas.
  3. Dengan melihat *Condition Index* (CI), yaitu apabila CI lebih besar dari 30, maka terjadi multikolinearitas.

c. Uji Heteroskedastisitas, merupakan gangguan  $e_i$  yang muncul dalam fungsi regresi yang mempunyai varians yang berbeda.

Heteroskedastisitas dapat dideteksi dengan menggunakan metode:

1. Metode Park, dilakukan dengan cara mengubah persamaan linear ke dalam bentuk persamaan logaritma.
2. Metode Glejser, dilakukan dengan cara meregresikan nilai *absolute residual* yang diperoleh yaitu  $|e_i|$  terhadap masing-masing variabel independen.

3. Alat analisis, data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *pooling* yang kemudian dianalisis dengan menggunakan *ordinary least square*. Adapun persamaan *ordinary least square* dapat dirumuskan sebagai berikut:

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

$$DPR = \alpha + \beta_1 INSD + \beta_2 INST + \beta_3 FCF + \beta_4 DOWNER + \beta_5 COLLAS + \varepsilon$$

Keterangan:

$\alpha$	: <i>Intercept</i>
$\beta_1$	: Koefisien regresi
DPR	: <i>Dividen Payout Ratio</i>
INSD	: <i>Insider Ownership</i>
INST	: <i>Institutional Ownership</i>
FCF	: <i>Free Cash Flow</i>
DOWNER	: <i>Dispersion of Ownership</i>
COLLAS	: <i>Collateralizable Asset</i>
$\varepsilon$	: <i>Error</i> atau kesalahan

4. Uji Hipotesis, sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan dua cara yaitu pengujian secara simultan dan parsial.

a. Pengujian hipotesis secara simultan

Pengujian hipotesis secara simultan adalah pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara bersamaan, yang dilakukan dengan menggunakan uji F. adapun langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_i = 0$ , artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel  $X_1, X_2, X_3, X_4$  dan  $X_5$  terhadap variabel  $Y$  secara simultan.

$H_0 : \beta_i \neq 0$ , artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel  $X_1, X_2, X_3, X_4$  dan  $X_5$  terhadap variabel  $Y$  secara simultan.

2. Menentukan  $F_{hit}$  dengan rumus sebagai berikut:

$$F_{hitung} = \frac{\frac{R^2}{K}}{\frac{1-R}{n-k}}$$

Dimana :

$$R^2 = R \text{ Square}$$

$n$  = jumlah data

$k$  = jumlah variabel independen

3. Menentukan  $F_{tabel}$  dengan menetapkan tingkat kepercayaan ( $\alpha$ ) sebesar 0,05 dan derajat bebas ( $df$ ) =  $(n - k - 1)$ .

4. Membuat keputusan hipotesis dengan membandingkan  $F_{hit}$  dengan

$F_{tabel}$  yaitu:

Jika  $F_{hit} \leq F_{tabel}$  berarti  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak sehingga tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dengan dependen.

Jika  $F_{hit} > F_{tabel}$  berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima sehingga terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dengan dependen.

b. Pengujian hipotesis secara parsial

Pengujian hipotesis secara parsial adalah pengujian pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara satu-satu (individu), yang dilakukan dengan menggunakan uji t. adapun langkah-langkah pengujiannya adalah sebagai berikut:

1) Merumuskan hipotesis

$H_0 : \beta_1 = 0$ , artinya tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variable  $X_1, X_2, X_3, X_4$  dan  $X_5$  terhadap variabel  $Y$  secara parsial.

$H_0 : \beta_2 \neq 0$ , artinya terdapat pengaruh yang signifikan dari variable  $X_1, X_2, X_3, X_4$  dan  $X_5$  terhadap variabel  $Y$  secara parsial.

2) Menentukan  $t_{hit}$  dengan rumus sebagai berikut:

$$t_{hitung} = \frac{b_i - \beta_i}{S_{b_i}}$$

Dimana:

$\beta_i$  = Koefisien regresi

$S_{b_i}$  = Kesalahan standar dari koefisien regresi

- 3) Menentukan  $t_{\text{tabel}}$  dengan menetapkan kepercayaan ( $\alpha$ ) dan derajat bebas

$$(df) = (n - k - 1)$$

- 4) Membuat keputusan hipotesis dengan membandingkan  $t_{\text{hit}}$  dengan  $t_{\text{tabel}}$  yaitu:

$t_{\text{hit}} \leq t_{\text{tabel}}$  berarti  $H_0$  diterima dan  $H_1$  ditolak sehingga tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dengan dependen.

$t_{\text{hit}} > t_{\text{tabel}}$  berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_1$  diterima sehingga terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen dengan dependen.

5. Melakukan analisis terhadap hasil *ordinary least square* (regresi), dan
6. Memberikan interpretasi.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

#### 2.1 Kajian Pustaka

##### 2.1.1 *Agency theory*

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (prinsipal) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan utilitas, maka diyakini agen akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan principal (Hendriksen, 2000: 221).

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik) membayar individu lain (karyawan) untuk bertindak atas namanya, serta mendelegasikan hak dan wewenangnya untuk membuat keputusan kepada agen yang telah mereka tunjuk. Dalam konteks manajemen keuangan terdapat dua bentuk hubungan yang muncul: hubungan antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor.

Pemilik perusahaan seringkali mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada manajerial dengan harapan dapat bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham. Para manajer bekerja sebagai agen dari pemilik perusahaan yang mempekerjakan mereka. Para manajer

diberikan amanat bertanggung jawab pertama terhadap kebijakan alokasi dana, kedua terhadap kebijakan pembelanjaan, dan yang ketiga adalah menyangkut kebijakan dividen.

Dalam konteks perusahaan, manajemen bertindak sebagai orang yang diberi amanah oleh pemilik modal (*shareholder* dan *bondholder*). Hubungan tersebut memberikan konsekuensi, manajemen yang bertindak atas nama perusahaan dituntut untuk melaksanakan kepentingan prinsipal, dengan kata lain manajemen yang telah diberi otorisasi dalam pengambilan keputusan secara sadar harus bertindak dalam konteks yang memberikan keuntungan pada kepentingan prinsipal.

Pada dasarnya, masalah *agency* akan terjadi bilamana proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer memiliki kecenderungan bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut adalah sebagai konsekuensi dari pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan. Para pengambil keputusan tidak menanggung resiko atas kesalahan pengambilan keputusan, sehingga resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemilik perusahaan. Akibatnya, manajemen cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingannya sendiri.

Oleh karenanya, jika manajer pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera timbul. Manajer pemilik mungkin saja tidak gigih lagi dalam memaksimalkan kekayaan pemegang saham karena jatah atas kekayaannya tersebut telah berkurang, atau mungkin saja manajer cenderung untuk menetapkan gaji yang besar bagi dirinya, atau menambahkan fasilitas eksekutif, karena diantaranya akan menjadi beban pemegang saham lainnya.

Tersedianya kelebihan dana setelah aktifitas pendanaan proyek ikut memperburuk masalah keagenan ini. Hal ini dikarenakan para manajer perusahaan yang memiliki kelebihan dana tersebut bukanlah pemilik tunggal saham perusahaan, sehingga mereka tergoda untuk mengkonsumsi kelebihan dana tersebut pada investasi yang kontra produktif.

Secara umum, tidak mungkin bagi principal atau agen, pada tingkat biaya sebesar nol, dapat menjamin bahwa agen akan membuat keputusan optimal dari sudut pandang *principal*. Pada suatu perusahaan, konflik kepentingan ini sering terjadi antara manajemen dengan pemegang saham atau *stock holders*. Konflik kepentingan tersebut dapat timbul dari adanya kelebihan arus kas atau *excess cash flow*. Kelebihan arus kas cenderung akan diinvestasikan melebihi tingkat yang optimum dan sering digunakan untuk konsumsi secara



berlebihan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan atau *excessive persequites*. Konflik tersebut juga dapat disebabkan karena adanya perbedaan antara pemegang saham yang lebih menyukai investasi yang beresiko tinggi dengan harapan memperoleh *return* yang tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi dengan resiko lebih rendah untuk melindungi posisinya (Keown, 2000: 609).

Selain itu, *agency conflict* juga muncul antara pemegang saham dengan kreditor yang diwakili manajemen perusahaan (Atmaja, 1999). Konflik tersebut muncul jika: (1) manajemen mengambil proyek-proyek yang resikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditor, atau (2) perusahaan meningkatkan jumlah hutang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditor. Kedua tindakan tersebut akan meningkatkan resiko finansial perusahaan, karena kreditor merasa dirugikan jika perusahaan mengambil proyek-proyek yang terlalu berisiko karena hal ini akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Di sisi lain, jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang baik maka kompensasi yang diterima kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik.

### **2.1.2 Agency Costs**

Secara umum, dalam mengurangi *agency conflict* maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya-biaya yang disebut *agency costs*. *Agency costs* adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan

dan untuk memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham (Gitman, 2000). Biaya-biaya keagenan itu terdiri dari empat jenis, yaitu:

1. Pengeluaran-pengeluaran pemantauan mencegah perilaku pemenuhan minimal (bukannya pemaksimalan harga lembar saham) oleh manajemen. Jumlah-jumlah ini untuk dibayar audit dan prosedur-prosedur kendali yang digunakan untuk meninjau dan membatasi perilaku manajerial pada tindakan-tindakan yang cenderung berada dalam kepentingan-kepentingan terbaik para pemegang saham.
2. Pengeluaran-pengeluaran pengikat, melindungi terhadap akibat-akibat potensial dari tindakan-tindakan tidak jujur yang dilakukan para manajer. Biasanya para pemilik membayar suatu perusahaan pengikat pihak ketiga untuk memperoleh *fidelity bond*. Obligasi ini merupakan kontrak dimana perusahaan pengikat setuju untuk membayar pada perusahaan sampai jumlah yang ditentukan jika tindakan yang tidak jujur dari seorang manajer yang terikat menghasilkan kerugian-kerugian finansial bagi perusahaan.
3. Biaya-biaya peluang timbul dari kesulitan-kesulitan yang biasanya dimiliki organisasi-organisasi besar dalam menanggapi peluang-peluang baru. Struktur organisasi yang diperlukan perusahaan, hirarki keputusannya, dan mekanisme-mekanisme kendalinya mungkin menyebabkan ditinggalkannya peluang-peluang yang

menguntungkan dikarenakan ketidakmampuan manajemen untuk memperolehnya dengan cepat.

4. Pengeluaran-pengeluaran penstrukturan, biaya-biaya ini timbul dari penstrukturan atas kompensasi manajerial untuk menanggapi maksimalisasi harga lembar saham. Tujuannya adalah member para manajer insentif-insentif untuk bertindak dalam kepentingan-kepentingan terbaik para pemilik dan untuk mengkompensasi mereka dalam tindakan-tindakan semacam itu. Sebagai tambahan, paket kompensasi yang dihasilkan memungkinkan perusahaan-perusahaan untuk bersaing memperebutkan dan mempekerjakan manajer-manajer terbaik yang tersedia. Rencana-rencana kompensasi dapat dibagi menjadi dua kelompok, yaitu rencana insentif dan rencana-rencana kinerja.

Jensen dan Meckling (dalam Darman, 2007: 11) mengemukakan tiga kategori utama untuk biaya-biaya keagenan, yaitu pertama pengeluaran-pengeluaran untuk memonitor aktivitas manajerial seperti biaya audit, kedua pengeluaran-pengeluaran untuk memstrukturkan organisasi dimana akan membatasi perilaku manajerial yang tidak diinginkan dan ketiga *opportunity costs* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* tercermin dalam aktivitas berikut ini:

1. Pengeluaran untuk memonitoring seperti halnya biaya untuk pemeriksaan akuntansi dan prosedur pengendalian intern. Biaya tersebut harus dikeluarkan untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak atas dasar kepentingan terbaik bagi pemilik perusahaan.
2. Pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten memaksimalkan nilai perusahaan. Bentuk insentif yang umum adalah *stock option* yaitu pemberian hak kepada manajemen untuk membeli saham dengan harga yang telah ditentukan. Bentuk kedua adalah *performances share* yaitu pemberian saham kepada manajemen atas pencapaian tujuan tertentu.
3. *Fidelity bond* adalah kontrak antara perusahaan dengan pihak ketiga, dimana pihak ketiga – *bonding company* setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan. *Fidelity bond* mempunyai pengertian hampir sama dengan asuransi kerugian atas praktek yang tidak jujur.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan atau *agency cost*:

1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham.
2. Meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, dengan demikian akan memperkecil jumlah aliran kas

bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi. Pengertian *free cash flow* itu sendiri adalah ketersediaan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan. Apabila laba yang diperoleh dibagi sebagai dividen, maka kebutuhan investasi harus dicari dari sumber dana eksternal. Pembiayaan eksternal ini akan meningkatkan pengawasan oleh pihak eksternal seperti pengawas pasar modal, banker investasi, atau *investment banker* dan investor.

3. Meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu, utang juga dapat mengurangi kelebihan aliran kas atau *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

### **2.1.3 Mekanisme Untuk Mengurangi Masalah Agensi**

Jensen dan Meckling (dalam Arifin, 2005:60) mengidentifikasi ada dua cara untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor, yaitu (1) investor luar melakukan pengawasan (*monitoring*) dan (2) manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut

akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya (*agency cost*) sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Jensen dan Meckling (dalam Arifin, 2005:60) menyatakan bahwa calon investor akan mengantisipasi adanya kedua biaya tersebut ditambah dengan kerugian yang masih muncul meskipun sudah ada *monitoring* dan *bonding*, yang disebut *residual loss*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya agensi ini nampak pada harga saham yang terdiskon saat perusahaan menjual sahamnya.

#### 1. Mekanisme Kontrol Dengan *Monitoring*

Ada beberapa mekanisme untuk mengurangi biaya agensi. Berikut adalah mekanisme-mekanisme kontrol yang dapat dipakai untuk mengurangi masalah agensi.

##### a. Pembentukan Dewan Komisaris

Pembentukan dewan komisaris adalah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Namun demikian penelitian Mace (dalam Arifin, 2005:61) menemukan bahwa pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen pada umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap

manajemen. Namun jika dewan komisaris dari luar (*independent board of director*) maka monitoring dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif.

Morck, Shleifer, dan Vishny (dalam Arifin, 2005:61) menemukan bahwa manajer puncak cenderung diganti ketika kinerjanya jauh dibawah kinerja industri namun tidak diganti jika kinerja industri juga buruk. Dengan demikian, monitoring oleh dewan komisaris tidak sepenuhnya efektif.

b. Pasar *Corporate Control*

Mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris adalah melalui pasar *corporate control*, yaitu *takeover* (pengambilalihan). Manne (dalam Arifin, 2005:61) menyatakan bahwa adanya pasar untuk *corporate control* dimana perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi akan diambil alih oleh perusahaan lain, merupakan mekanisme yang lebih bagus sehingga masalah agensi dapat dikurangi.

Secara empiris banyak yang mendukung efektifitas pasar *corporate control* ini dalam mengurangi masalah agensi. Jensen dan Ruback (dalam Arifin, 2005:61) misalnya menemukan bahwa perusahaan yang diakusisi pada umumnya memang perusahaan yang buruk kinerjanya. Easterbrook dan Fischel (dalam Arifin, 2005:61) juga menyatakan bahwa *take-over*

merupakan mekanisme *corporate governance* yang penting di Amerika Serikat dimana tanpa adanya mekanisme ini maka kebebasan manajer akan sangat sulit dikontrol secara efektif.

Keefektifan mekanisme pasar *corporate control* masih mengundang beberapa pertanyaan. Pertama, biaya *takeover* relatif mahal sehingga hanya perusahaan yang sudah benar-benar tidak terkelola dengan baik yang layak diambilalih. Tingginya biaya *take-over* ini menurut Grossman dan Hart (dalam Arifin, 2005:61) karena si pengambilalih tidak sekedar hanya membayar atas kondisi perusahaan pada saat ini namun juga membayar kenaikan laba yang akan diperoleh ketika pengambilalihan tersebut nantinya sukses. Kedua, akuisisi sebenarnya justru meningkatkan biaya agensi jika perusahaan yang mengambil alih membayar terlalu tinggi. Seperti yang dikemukakan oleh Morck, Shleifer, dan Vishny (dalam Arifin, 2005:62), dalam banyak kasus, munculnya *take-over* justru merupakan bukti adanya masalah agensi pada perusahaan yang melakukan *take-over* karena manajernya ingin meningkatkan ukuran perusahaan sehingga kekuasaan mereka juga meningkat. Ketiga, pengambilalihan membutuhkan adanya pasar modal likuid yang memungkinkan pengakuisisi memperoleh dana banyak dalam waktu singkat.



c. Pemegang Saham Terbesar

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen adalah melalui pemegang saham besar yang biasanya merupakan lembaga keuangan seperti *investment banking*, perusahaan asuransi, perusahaan dana pensiun, perusahaan reksa dana dan bank. Model pengurangan masalah agensi yang dibuat oleh Jensen dan Meckling (dalam Arifin, 2005:62) mengasumsikan bahwa pemegang saham terdiri dari investor-investor kecil.

Shleifer dan Vishny (dalam Arifin, 2005:62) membuat model dengan memasukkan adanya pemegang saham besar. Dari model tersebut ditemukan bahwa pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti, yang tentu saja terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan, karena manfaat yang akan mereka peroleh juga besar. Penelitian Mc Connell dan Servaes (dalam Arifin, 2005:62) menguatkan pendapat tersebut dengan ditemukannya hubungan positif signifikan antara Tobin's  $q$  dengan kepemilikan institusional.

Di Amerika Serikat, kepemilikan dalam jumlah besar terutama yang mencapai mayoritas (di atas 50%) sangat jarang ditemui. Meskipun demikian kepemilikan saham di Amerika pada saat ini tidak sepenuhnya menyebar. Shleifer dan Vishny

(dalam Arifin, 2005:63), misalnya menemukan bahwa banyak keluarga atau investor kaya yang memiliki porsi saham yang cukup signifikan dan bahkan Holderness dan Sheehan (dalam Arifin, 2005:63) menemukan ratusan perusahaan publik di Amerika Serikat yang salah satu investornya menguasai lebih dari 50% saham. Temuan-temuan ini merupakan bukti bahwa pemegang saham besar memang dapat digunakan untuk mengontrol manajer agar masalah agensi menjadi minimal.

d. Kepemilikan Terkonsentrasi

Kepemilikan dikatakan lebih konsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Shleifer dan Vishny (dalam Arifin, 2005:65) mengemukakan bahwa jika kontrol dapat dipegang oleh semakin sedikit investor maka akan semakin mudah kontrol tersebut dijalankan. Kepemilikan terkonsentrasi memiliki kekuatan kontrol yang lebih rendah karena mereka tetap harus melakukan koordinasi untuk menjalankan hak kontrolnya. Namun pada sisi yang lain mekanisme kepemilikan terkonsentrasi juga memiliki kemungkinan yang lebih kecil untuk munculnya peluang bagi kelompok investor yang terkonsentrasi untuk mengambil tindakan yang merugikan investor yang lain.

e. Pasar Manajer

Fama (dalam Arifin, 2005:65) menyatakan bahwa masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada di dalam perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Lapisan manajer atas akan digantikan oleh manajer lapisan dibawahnya jika kinerjanya kurang memuaskan. Persaingan di pasar manajer ini akan memaksa manajer bertindak sebaik mungkin untuk kemajuan perusahaan.

2. Mekanisme Kontrol Dengan Peningkatan Kepemilikan Manajer

Teori struktur kepemilikan Jensen dan Meckling (dalam Arifin, 2005:65) mengisyaratkan bahwa ada hubungan positif antara kepemilikan manajer ( $\alpha$ ) dengan nilai perusahaan. Namun, uji empiris yang dilakukan oleh Demsetz dan Lehn (dalam Arifin, 2005:65) tidak menemukan adanya hubungan positif antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang diproksi dengan laba akuntansi. Penyebabnya kemungkinan besar adalah karena pola hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan tidak merupakan hubungan linear sederhana.

Stulz (dalam Arifin, 2005:65) mengembangkan teori struktur kepemilikan dan mendapatkan bahwa hubungan antara kepemilikan manajer dan nilai perusahaan adalah *non-monotonic*. Pada tingkat  $\alpha$  yang rendah, nilai perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya

$\alpha$  karena pada saat itu insentif manajer untuk bertindak "konsumtif" menurun. Pada level  $\alpha$  yang tinggi, nilai perusahaan justru menurun ketika  $\alpha$  meningkat karena adanya pengaruh *management entrenchment*, yaitu suatu posisi kepemilikan dimana manajer dapat dengan bebas memaksimalkan utilitasnya tanpa takut adanya *hostile take-over*, perlawanan dari dewan komisaris, maupun oleh investor besar.

Teori struktur kepemilikan dari Stulz ini didukung oleh beberapa penelitian empiris. Morck, Shleifer, dan Vishny (dalam Arifin, 2005:66) menemukan bahwa Tobin's q pada awalnya meningkat dengan meningkatnya  $\alpha$ , namun kemudian menurun ketika ada penambahan  $\alpha$  lagi setelah  $\alpha$  mencapai tingkat 5%. Tingkat titik balik  $\alpha$  dapat berbeda dengan berbedanya karakteristik sampel terbukti McConnell dan Servaes (dalam Arifin, 2005:66) menemukan bahwa Tobin's q tetap meningkat samapi dengan level  $\alpha$  antara 40-50%.

### 3. Mekanisme Kontrol Dengan *Bonding*

Jensen (dalam Arifin, 2005:66) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan "konsumtif". Dana tersebut adalah *free cash flow* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan.

Jika biaya agensi ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu.

Cara *bonding* yang disarankan oleh Jensen adalah dengan meningkatkan jumlah hutang. Semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan.

Jensen dan Meckling juga menyarankan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi biaya agensi meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu supaya *outside equity* tidak bertambah sehingga konflik antara investor luar dan manajemen tidak meningkat. Uji empiris *bonding* dengan menaikkan hutang sebenarnya mengacu pada hasil penelitian empiris tentang struktur modal.

Beberapa penelitian seperti dirangkum oleh Harris dan Raviv (dalam Arifin, 2005:66) menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan. Dalam konteks teori agensi, hasil korelasi positif antara jumlah hutang dan nilai perusahaan diinterpretasikan sebagai adanya pengurangan masalah agensi ketika hutang perusahaan meningkat.

#### **2.1.4 Insider Ownership**

Menurut Taswan (2003), *insider ownership* merupakan sebuah variable determinan yang penting dalam kebijakan dividen suatu

perusahaan. Perusahaan dengan *insider ownership* yang jumlahnya lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* kecil. *Insider ownership* yang besar merupakan sinyal yang baik bagi pemegang saham.

Kepemilikan *insider* adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Yulius dan Josua, 2007). Adanya kepemilikan manajerial akan menarik jika dikaitkan dengan *agency theory*. Dalam kerangka *agency theory*, hubungan antara manajer dengan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al. dalam Yulius dan Josua, 2007).

Sesuai dengan teori keagenan, konflik antara manajer dan pemegang saham timbul karena adanya pemisahan atas kepemilikan dan kontrol, pihak *insider* atau manajemen cenderung menginginkan pembagian dividen kecil, karena mereka menginginkan aliran kas untuk membiayai investasi perusahaan, namun pihak *insider* cenderung memanfaatkan kelebihan aliran kas tersebut untuk memperkaya diri sendiri dan melakukan kegiatan yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan tanpa memikirkan kesejahteraan pemegang saham. (Gustiana, 2009:32)

Keputusan bisnis yang diambil manajer seharusnya adalah keputusan yang dapat memaksimalkan sumber daya perusahaan. Suatu

ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak bukan untuk kepentingan mereka. Namun situasi tersebut akan berbeda jika manajer berperan sekaligus sebagai pemegang saham. *Insider Ownership* (kepemilikan *insider*) dapat digunakan dalam mengurangi masalah agensi. Dengan meningkatnya saham yang dimiliki, maka manajer akan berusaha lebih giat untuk memperbaiki kinerja, akhirnya nilai perusahaan meningkat dan meningkatkan kekayaan sendiri.

#### **2.1.5 Institutional Ownership**

Tinjauan sudut pandang perusahaan, kepemilikan institusional mampu mengurangi konflik keagenan dan karenanya manajer akan mengurangi kepemilikannya (kepemilikan manajerial). Sedangkan dari sudut pandang pemilik (investor) institusional mungkin akan lebih tertarik untuk berinvestasi (memiliki) saham pada perusahaan dengan mekanisme kontrol yang ketat (tinggi) dengan dividen yang tinggi (Endar, 2005).

Kepemilikan yang tinggi berharap investasinya di suatu perusahaan aman, memiliki return yang tinggi baik dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Kepemilikan institusional yang semakin tinggi, maka berakibat semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan sehingga perusahaan memiliki kecenderungan untuk menggunakan dividen yang relatif rendah.

Investor institusi berpotensi mempengaruhi aktivitas manajemen secara langsung melalui kepemilikannya atau secara tidak langsung melalui kegiatan perdagangan saham yang mereka miliki (Fahlenbrach, 2008). Terutama di negara-negara di mana pasar modal dan pasar uang mempunyai peranan penting sebagai sumber dana perusahaan, sebagai saham investor institusional aktif dalam mengawasi efektifitas dan efisiensi pengelolaan perusahaan. Dengan demikian tugas mengawasi efektifitas pengelolaan perusahaan tidak menjadi tanggung jawab direksi semata-mata. Penerapan peranan tersebut di atas antara lain sebagai berikut:

1. Mengarahkan dan memonitor arah kegiatan bisnis perusahaan (*directing and control*)

Upaya mengendalikan arah operasi bisnis perusahaan memerlukan keahlian manajemen, pengeorbanan, (termasuk biaya) dan waktu yang cukup besar. Jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusional cukup besar dan mereka mempunyai kemampuan untuk memonitor kegiatan bisnis perusahaan dibandingkan dibandingkan kebanyakan investor perorangan.

2. Sumber Informasi Perusahaan.

Dalam artikel "*Relationship Investing and Corporate Governance*", oleh Chidambaran dan K.John mengutarakan investor institusional skala besar dapat menyampaikan informasi yang mereka peroleh dari manajemen perusahaan kepada para pemegang



saham uang lain (yang mempunyai hubungan dekat dengan mereka). Hal ini akan bermanfaat bagi pemegang saham yang lain atau investor yang lain yang ingin membeli saham.

### 3. Pengajuan suara dalam rapat pemegang saham (*voting*)

Pada tahun 1990-an, minat investor institusional melakukan *voting* terhadap keputusan atau kebijaksanaan bisnis perusahaan dimana mereka menanamkan dananya belum begitu besar. Namun pada tahun-tahun terakhir jumlah investor institusional yang berminat mempergunakan hak memberikan suara itu meningkat cukup tajam. Investor institusional mulai menyadari bahwa *voting* terhadap keputusan penting yang dapat mempengaruhi kelangsungan hidup perusahaan, merupakan salah satu sarana untuk memonitor kegiatan direksi dan manajemen perusahaan.

Kemampuan investor institusional memonitor jalannya perusahaan lebih besar lagi apabila sekaligus mereka bertindak sebagai kreditor, seperti halnya bank, perusahaan asuransi dan lembaga keuangan yang lain. Bank dan lembaga non-bank mempunyai akses terhadap berbagai macam informasi intern perusahaan publik dimana mereka menyalurkan kredit, sekaligus memiliki saham perusahaan tersebut. Dengan informasi intern tadi kemampuan mereka mengawasi jalannya perusahaan lebih besar, dibandingkan dengan institusi biasa dan investor perorangan.

Hubungan kepemilikan institusional dengan kinerja perusahaan juga dapat dijelaskan dengan hipotesis *efficiency augmentation* yang dinyatakan oleh Sundaramurthy et.al. (dalam The 2nd National Conference UKWMS, 2008:8). Hipotesis ini dibagi menjadi dua argumen: hipotesis *superior investor* dan hipotesis *active investor*.

Hipotesis superior mengatakan, investor institusional dengan kepemilikan yang besar dan bersifat mayoritas atau *blockholder*, pada umumnya memiliki informasi superior (cukup) dan sangat aktif didalam melakukan kegiatan monitoring. Bahkan investor jenis ini biasanya memiliki wakil yang duduk dalam jajaran dewan direksi untuk melakukan pengawasan langsung terhadap kinerja manajemen. Orientasi investasi lebih mengarah pada insentif jangka panjang berupa dividen, sehingga investor institusional dalam kategori ini sangat berkepentingan dengan kebijakan-kebijakan jangka panjang perusahaan.

Sesuai dengan hipotesis superior, hipotesis aktif menduga, besarnya kepemilikan memberikan skala monitoring aktif yang semakin luas, sehingga mampu memaksa manajemen untuk bertindak bagi kepentingan pemegang saham. Hipotesis superior maupun aktif secara langsung memberikan pandangan dampak positif kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan.

Namun demikian tindakan *monitoring* aktif akan berubah menjadi pasif dan oportunistik pada saat tingkat kepemilikan

menjadi semakin besar. Kekuatan voting yang semakin besar seringkali digunakan untuk memaksa manajemen mengambil kebijakan yang mengutamakan kepentingan investor mayoritas dan mengabaikan pemegang saham minoritas dan pada akhirnya mengabaikan nilai perusahaan

Hasil penelitian oleh Chen, "*Ownership Structure as Corporate Governance Mechanism: Evidence From Chinese Listed Company, Economics of Planning*, Netherland (dalam Made, 2008) menyatakan kepemilikan oleh top manajemen memiliki pengaruh positif (namun tidak signifikan) terhadap nilai perusahaan (diukur dengan Tobin's Q). Penelitian ini membuktikan adanya hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan, yaitu kepemilikan oleh institusional domestik dan manajerial dapat meningkatkan nilai perusahaan.

#### **2.1.6 Free Cash Flow**

Jensen (2002) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* ini lah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan

atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Dini, 2009).

White et al (2003) (dalam Dini, 2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. Free cash flow dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003).

*Free cash flow* dikatakan mempunyai kandungan informasi bila *free cash flow* memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa *free cash flow* yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* (Uyara dan Tuasikal, 2003).

#### **2.1.7 Dispersion of Ownership**

*Dispersion of ownership* adalah penyebaran kepemilikan saham biasa. Sesuai dengan teori keagenan, pemegang saham yang semakin menyebar akan mengakibatkan kesulitan dalam proses monitoring perusahaan sehingga akan menimbulkan masalah keagenan yang penyelesaiannya melalui pembayaran dividen dan akan mengurangi jumlah laba yang ditahan (Taswan, 2003).

Mollah (2000) mengemukakan bahwa penyebaran kepemilikan di antara pemegang saham dapat mempengaruhi kebijakan dividen, di mana penyebaran kepemilikan yang lebih besar cenderung membawa dividen yang lebih tinggi. Hal ini didukung oleh hasil penelitian Fauzan (2002) dan Endang dan Minaya (2003).

#### **2.1.8 Collateralizable Assets**

*Collateralizable assets* adalah besarnya aktiva yang dijamin oleh kreditur untuk menjamin pinjamannya. Semakin besar aktiva yang dijamin, maka akan semakin banyak dana yang digunakan untuk

menjamin kelangsungan pemakaian *collateralizable assets* (Taswan, 2003). Hal ini akan menurunkan nilai dividen dan dapat merugikan para pemegang saham (Pradessya, 2006).

Semakin besar *collateralizable assets*, semakin besar pula dana perusahaan yang diinvestasikan pada aktiva tetap, sehingga semakin kecil dividen yang dibagikan. Oleh karena itu, semakin besar *collateralizable assets* semakin kecil dividen yang dibayarkan.

### **2.1.9 Kebijakan Dividen**

Sartono (2000), mendefinisikan kebijakan dividen sebagai: “Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam *retained earnings* guna membiayai investasi di masa datang”.

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu keputusan untuk menetapkan seberapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan. Kolb (1983) mengemukakan bahwa kebijakan dividen penting karena dua hal, yaitu: (1) pembayaran dividen akan mempengaruhi harga saham, dan (2) pendapatan yang ditahan (*retained earnings*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain Alli (1993) dalam Suherly (2004):

1. Faktor peraturan yang membatasi besaran dividen yang dibayarkan (*legal restriction*).
2. Posisi kas dan setara kas perusahaan, terkait dengan likuiditas perusahaan (*liquidity position*).
3. Perusahaan yang baru tumbuh disebabkan kebutuhan dana untuk aktivitas intern lebih besar daripada untuk aktivitas pendanaan lain (*absence or lack of other source of financing*).
4. Ketidakstabilan perusahaan, akan menyebabkan sulitnya memprediksi laba dimasa yang akan datang, sehingga manajemen tidak berani menetapkan dividen yang besar (*earning predictability*).
5. Pengawasan pemilik sebagai variabel penentu kebijakan pembayaran dividen (*ownership control*).
6. Faktor inflasi.

Ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau *cash dividend* yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. bentuk kebijakan tersebut antara lain (Sutrisno 2001: 304):

1. Kebijakan pemberian dividen stabil

Kebijakan pemberian dividen stabil ini artinya akan diberikan secara tetap per lembar sahamnya untuk jangka waktu tertentu meskipun

laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Kebijakan dividen yang stabil banyak dilakukan oleh perusahaan karena beberapa alasan:

- a. Bisa meningkatkan harga saham, karena dividen yang stabil diprediksi memiliki resiko yang kecil.
  - b. Bisa memberikan kesan kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang.
  - c. Akan menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi karena dividen selalu dibayarkan.
2. Kebijakan dividen yang meningkat
- 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 laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh, semakin besar dividen yang dibayarkan. Demikian pula sebaliknya, jika laba yang diperoleh kecil, maka dividen yang dibayarkan juga kecil.
4. Kebijakan pemberian dividen regular ditambah ekstra.
- Perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar saham yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.



Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah (Sutrisno, 2001: 304):

#### 1. Posisi Solvabilitas Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modal perusahaan.

#### 2. Posisi likuiditas Perusahaan

*Cash dividend* merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya jika *dividend payout ratio* kecil, disebabkan oleh sebagian laba digunakan untuk menambah likuiditas. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cenderung memberikan dividen lebih besar.

#### 3. Kebutuhan Untuk Melunasi Hutang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa hutang, yaitu hutang jangka pendek maupun jangka panjang. Hutang-hutang ini harus segera dibayar pada saat jatuh tempo, dan untuk membayar hutang-hutang tersebut harus disediakan dana. Semakin banyak hutang yang harus dibayar, semakin besar dana

yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Disamping itu dengan jatuh temponya hutang, berarti dana hutang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dana hutang bisa dengan mencari hutang baru atau melakukan *roll-over* hutang, dan juga bisa dengan sumber dana intern dengan cara memperbesar laba ditahan. Hal ini tentunya akan memperkecil *dividend payout ratio*.

#### 4. Rencana Perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekuensinya semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari hutang, menambah modal sendiri, yang berasal dari pemilik, dan juga bisa diperoleh dari *internal resources* berupa memperbesar laba yang ditahan. Dengan demikian, semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan, semakin kecil *dividend payout ratio*.

#### 5. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi juga merupakan faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagi. Semakin terbuka kesempatan investasi, semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananyadigunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun

bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak digunakan untuk membayar dividen.

#### 6. Stabilitas Pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar dibanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

#### 7. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri, kemungkinan akan masuk investor baru dan ini tentunya akan mengurangi kekuasaan pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari hutang resikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada ditangannya.

Dalam perkembangannya, ada tiga teori preferensi investor: (1) *the dividend irrelevance theory*, (2) *the bird-in the hand theory*, dan *tax preference theory* (Keown, 2000, 607, dalam Predessya, 2006).

## 1. Teori Keridakrelevanan Dividen (*Dividend Irrelevance*)

Menurut Bringham dan Houston, teori ketidakrelevanan dividen adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Miller dan Modigliani (MM) (1961) berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk mendelegasikan laba dan tingkat resiko bisnisnya. Dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan dividen ataukah dalam bentuk laba ditahan. Dengan demikian nilai suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi dari perusahaan yang bersangkutan dan bukan dari kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan, sehingga dikatakan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan.

Pendapat MM tersebut disertai dengan asumsi bahwa: (1) tidak ada pajak penghasilan, (2) tidak ada biaya emisi (*floatation cost*) maupun biaya ransaksi, (3) preferensi investor atas dividen dan *capital gain* berbeda, (4) kebijakan investasi perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividennya, dan (5) investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa mendatang.

Dapat disimpulkan, bahwa teori ini mengatakan bahwa perusahaan bisa saja membagikan dividennya banyak ataupun

sedikit, asalkan dimungkinkan menutupi kekurangan dana dari sumber eksternal. Yang terpenting adalah apakah investasi yang tersedia diharapkan memberikan *Net Present Value* (NPV) yang positif, tidak peduli apakah dana yang digunakan untuk membiayai berasal dari dalam perusahaan (*retained earnings*) ataukah dari luar perusahaan (*issue stock*). Dampak pilihan keputusan tersebut sama saja bagi kekayaan pemodal, atau keputusan dividen adalah tidak relevan.

## 2. Teori *The Bird – In – The Hand*

Brigham dan Houston (2001) mengemukakan teori *the bird-in-the hand* adalah teori yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi.

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti daripada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan (KS) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. KS adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gains* (*capital gains yield*).

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah “*The Bird in the hand Fallacy*“). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

### 3. Teori Preferensi Pajak (*Tax Preference Theory*)

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu, teori ini menyarankan agar dividen dibayarkan sekecil-kecilnya karena menurut teori ini investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividend lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

### 4. Hipotesis Kandungan Informasi atau Pengisyratan (*Information Content or Signaling Hypothesis*)

Menurut Bringham dan Houston menyatakan bahwa hipotesis kandungan informasi atau pengisyratan adalah teori yang

menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai isyarat dari prakiraan manajemen atas laba.

Ross (dalam Darman, 2007) menyatakan dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*), para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen untuk menagkal isu-isu yang tidak diharapkan oleh perusahaan di masa yang akan datang. Rozeff (dalam Darman, 2007) menegaskan bahwa dividen nampaknya memiliki informasi atau sebagai syarat (*signaling*) akan prospek perusahaan.

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya, penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu “sinyal“ kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang.

Pembayaran dividen merupakan alat komunikasi yang paling penting kepada pasar mengenai kondisi perusahaan, terutama dalam

hal keuntungan perusahaan. Reaksi pasar yang cepat dan akurat dalam melakukan penyesuaian harga saham sesaat setelah adanya pengumuman dividen bisa merupakan bukti bahwa pengumuman dividen memiliki kandungan informasi (*information content*) yang bermakna bagi para investor atau pemegang saham.

*Signaling theory* ini menyatakan bahwa investor menganggap bahwa perubahan dividen adalah merupakan isyarat atau sinyal tentang prospek perusahaan di masa mendatang. Sehingga kenaikan dividen seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham, sementara penurunan dividen umumnya menyebabkan harga saham menjadi turun. Kenyataan ini menunjukkan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen daripada menerima *capital gain*.

#### 5. Pengaruh *Clientele* (*Clientele Effect*)

Menurut Bringham dan Houston (2001), pengaruh *clientele* adalah teori yang menyatakan bahwa kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya.

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Paling tidak terdapat dua kelompok investor dengan dua kepentingan yang bertentangan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu DPR yang tinggi. Sebaliknya



kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Dengan adanya dua kelompok ini, perusahaan harus dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh perusahaan dianggap sebagai kebijakan terbaik.

Namun demikian, Bringham dan Daves (2004) mengemukakan bahwa kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang bisa menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang bisa memaksimalkan harga saham perusahaan.

## **2.2 Review Penelitian Relevan**

I Nyoman Nugraha (2006) dalam melakukan penelitian dengan judul “Analisis Biaya Keagenan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEJ” menggunakan *sample size* sebanyak 25 perusahaan dengan metode *purposive sampling* dan analisis regresi berganda menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negative signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), *dispersion of ownership* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DPR, *institutional ownership* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR, dan *collateral assets* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Dwi dan Bambang (2009) dalam penelitiannya yang berjudul “Analisa Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen” menggunakan *sample size* sebanyak 43 perusahaan dengan metode pemilihan sampel *purposive sampling* dan analisis data dengan analisis regresi berganda. Hasilnya menunjukkan bahwa variabel utang dan ROA berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (DPR). Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, dan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Para manajer cenderung untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk mengkonsumsi perilaku *opportunistic* yang lain. Selain itu tindakan manajer bukan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri.

Penelitian yang dilakukan oleh Dini Rosdini (2009) berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*” menggunakan sampel seluruh perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ dalam periode laporan keuangan tahun 2000-2002. Penelitian ini menggunakan teknik analisa regresi linear sederhana (*linear regression*). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap DPR. Hasil ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Smith dan Watts (1992) yang menyatakan bahwa

untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)* manajer akan membagikan dividen dalam jumlah tinggi.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Jianguo dan Nont (2009) yang berjudul "*Determinant of Dividend Policy: The Evidence From New Zealand*" menggunakan sampel perusahaan sebanyak 75 perusahaan dari beberapa jenis industry dengan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* dan menggunakan model OLS. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan menjadi penentu kebijakan dividen yang paling penting untuk perusahaan di *New Zealand Stock Exchange (NZSE)*. Terdapat hubungan positif antara *level of free cash flow* dan DPR. Terdapat hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan DPR, semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajerial, DPR semakin rendah. Selain itu terdapat hubungan positif antara penyebaran kepemilikan dan DPR, semakin besar penyebaran dari struktur kepemilikan, semakin tinggi DPR.

Endang dan Minaya (2003), menganalisis pengaruh *insider ownership, dispersion ownership, collateralizable assets, free cash flow*, dan tingkat pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen, dengan sampel 12 perusahaan manufaktur periode 2000-2002. Penelitian tersebut menemukan bahwa :

- 1) Ada pengaruh negatif signifikan antara *insider ownership* dan tingkat pertumbuhan terhadap kebijakan dividen.

- 2) *Dispersion of ownership, free cash flow*, memiliki hubungan positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen
- 3) *Collaterizable assets* menunjukkan hubungan yang negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen
- 4) Pengujian secara simultan menunjukkan bahwa variabel bebas dalam penelitian ini mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*). *Insider ownership, dispersion of ownership, collaterizable assets, free cash flow*, dan tingkat pertumbuhan secara bersama-sama mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Mondher dan Moncef (2009) melakukan penelitian yang berjudul “*Ownership Structure and Dividend Policy, Evidence From Tunisian Stock Market* menggunakan *sample size* sebanyak 29 perusahaan. Dalam penelitian ini menggunakan *dividen per share* (DPS) sebagai variabel terikatnya. Dalam penelitian ini ditemukan bahwa adanya hubungan negatif dan signifikan antara *institutional ownership* dan tingkat distribusi dividen serta hubungan yang positif antara *state ownership* dan kebijakan dividen.

Suherly dan Sofyan (2004) meneliti faktor-faktor penentu kebijakan dividen dengan jumlah sampel sebanyak 85 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 1998-2001. Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow* dan *total asset* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen serta tingkat *leverage*, pertumbuhan, dan

pemegang saham, tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Taswan (2003), menganalisis *pengaruh insider ownership*, kebijakan utang dan dividen terhadap nilai perusahaan serta faktor-faktor yang mempengaruhinya, dengan menggunakan 95 sampel perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Alat analisa yang digunakan adalah regresi, dengan evaluasi asumsi *structural equation modeling (SEM)*. Hasil penelitian menemukan bahwa :

1. *Insider ownership* mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.
2. Profitabilitas mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap hutang.
3. Tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan, dan resiko perusahaan tidak mempunyai hubungan yang signifikan.

### **2.3 Kerangka Pemikiran**

Kerangka pemikiran adalah suatu model yang menerangkan bagaimana hubungan suatu teori dengan faktor-faktor yang penting yang telah diketahui dalam suatu masalah tertentu. Kerangka pemikiran akan menghubungkan secara teoritis antara variable-variabel penelitian yaitu variable bebas dengan variable terikat. Kerangka pemikiran dalam penelitian ini ditulis dari adanya anggapan bahwa kebijakan dividen dalam perusahaan dipengaruhi oleh lima faktor yakni *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*,

*collateralizable assets* dan *dispersion of ownership* yang merupakan proksi dari *agency costs*.

*Insider ownership* merupakan prosentase saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan yakni komisaris dan direktur. *Insider* memiliki peran sebagai orang yang memantau manajer. Menurut Taswan (2003), *insider ownership* merupakan sebuah variabel determinan yang penting dalam kebijakan dividen suatu perusahaan. Perusahaan dengan *insider ownership* yang jumlahnya lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* kecil. *Insider ownership* yang besar merupakan sinyal yang baik bagi pemegang saham.

Namun sesuai dengan teori keagenan, konflik antara manager dan pemegang saham timbul karena adanya pemisahan atas kepemilikan dan kontrol. Apabila *insider* memiliki sebagian besar saham perusahaan, maka manajer akan mengambil keputusan-keputusan sesuai dengan kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan tidak melakukan tindakan-tindakan yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham. Namun apabila *insider* memiliki sebagian kecil (rendah) jumlah saham perusahaan, maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen yang tinggi untuk mengurangi dana *discretioner* yang tersedia bagi manajer.

Alli et al. (1993) mengemukakan bahwa jika kepemilikan *insider* lebih tinggi, maka *agency conflict* akan lebih rendah, dengan demikian akan mengurangi pembayaran dividen. Sehingga dapat dikatakan bahwa kebijakan

dividen adalah merupakan salah satu alat *monitoring* pemegang saham terhadap manajer dan berfungsi mengurangi *agency costs*.

*Institutional ownership* merupakan jumlah saham yang dimiliki institusi dari jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham ini meliputi institusi swasta, pemerintah, maupun asing. Kepemilikan institutional merupakan suatu agen *monitoring* yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi konflik keagenan, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer (Bathala et al. 1994 dalam Darman, 2007). Semakin kecil proporsi saham yang dipegang oleh institusional maka jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham semakin tinggi, guna mengurangi *agency costs*.

*Free cash flow* merupakan aliran kas yang dimiliki perusahaan melebihi dari kebutuhan untuk membiayai proyek investasi yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif yang *didiscount* pada biaya modal yang relevan. Semakin kecil rasio *free cash flow* menunjukkan semakin kecil laba perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan.

Sesuai teori keagenan, apabila perusahaan mempunyai aliran arus kas bebas, manajer perusahaan mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Menurut Jensen (1986), jika perusahaan memiliki *free cash flow*, lebih baik memilikinya bersama dengan pemegang saham sebagai pengeluaran dividen agar menurunkan kemungkinan dana tersia-siakan untuk proyek yang tidak menguntungkan. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* yang ada dalam perusahaan

cenderung digunakan oleh manajer untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri (*opportunistic*), maka lebih baik digunakan untuk membayar dividen bagi kesejahteraan pemegang saham. Semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen yang tinggi, sehingga dapat dikatakan bahwa *free cash flow* berhubungan dengan kebijakan dividen.

*Collateralizable asset* mencerminkan besarnya nilai aktiva tetap perusahaan pada akhir tahun laporan keuangan yang dapat digunakan untuk memperoleh pinjaman. Semakin besar *collateralizable assets*, semakin banyak dana yang digunakan untuk penjaminan, sehingga akan menurunkan nilai dividen dan dapat merugikan para pemegang saham. Semakin besar *collateralizable assets*, semakin besar dana perusahaan yang diinvestasikan pada aktiva tetap, sehingga semakin kecil dividen yang dibagikan. Oleh karena itu semakin besar *collateralizable assets* semakin kecil dividen yang dibayarkan.

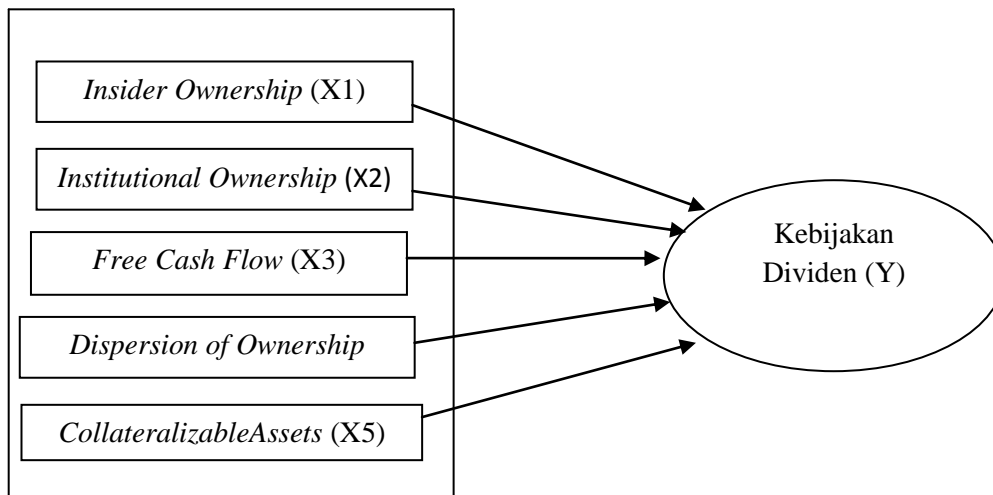
Dalam rangka mengurangi konflik antara pemegang saham dengan pemegang obligasi, dimana pemegang saham dapat mengambil kekayaan dari pemegang obligasi dengan membayar dividen mereka, pemegang obligasi mencoba mengatasi masalah ini melalui pembatasan pembayaran dividen. Alli et al. (1993) mengemukakan bahwa ketika perusahaan memiliki *collateralizable asset* yang besar maka perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi. Sehingga dapat dikatakan bahwa *collateralizable asset* berhubungan dengan kebijakan dividen.



*Dispersion of ownership* merupakan penyebaran kepemilikan saham biasa. Ketika jumlah pemegang saham bertambah, maka masalah *agency costs* menjadi semakin keras, kebutuhan untuk memantau tindakan manajer juga tinggi. Semakin besar *dispersion of ownership* saham semakin terkonsentrasi pada kelompok tertentu. Sesuai dengan teori keagenan, pemegang saham yang semakin menyebar akan mengakibatkan kesulitan dalam proses *monitoring* perusahaan sehingga akan menimbulkan masalah keagenan yang penyelesaiannya melalui pembayaran dividen dan akan mengurangi jumlah laba yang ditahan.

Jika dividen dapat mengurangi masalah ini maka diharapkan terdapat jumlah pemegang saham umum dengan jumlah pembayaran dividen. Selain itu penyebaran kepemilikan (*dispersion of ownership*) di antara pemegang saham dapat mempengaruhi kebijakan dividen, dimana penyebaran kepemilikan yang lebih besar cenderung membawa dividen yang lebih tinggi (Mollah, 2000).

Berdasarkan latar belakang masalah dan tinjauan teoritis yang telah diuraikan, maka kerangka konseptual penelitian ini dapat dilihat pada skema gambar dibawah ini:



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Sumber: data diolah oleh penulis

## 2.4 Hipotesis

Berdasarkan penjelasan dari kerangka pemikiran diatas dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

- H1: *Insider ownership (X1)* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H2: *Institutional ownership (X2)* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H3: *Free cash flow (X3)* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H4: *Dispersion of ownership (X4)* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
- H5: *Collateralizable asset (X5)* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

H6: *Insider ownership (X1), institutional ownership (X2), free cash flow (X3), dispersion of ownership (X4), dan collateralizable asset (X5)* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang**

Dari sudut pandang manajemen keuangan, perusahaan memiliki tujuan keputusan keuangan yaitu untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stock holders*. Tujuan perusahaan itu sendiri adalah meningkatkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya, sehingga semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar pula kemakmuran yang akan diterima oleh pemegang saham. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan.

Dalam rangka mencapai tujuan tersebut, pemegang saham dapat mempercayakan pengelolaan perusahaan kepada profesional yakni manajer atau agen dengan harapan dapat bekerja sesuai dengan keinginan pemegang saham. Manajerial atau agen yang diberikan amanat, bertanggung jawab terhadap kebijakan alokasi dana, kebijakan pembelanjaan, dan yang menyangkut kebijakan dividen.

Dalam menjalankan tugasnya, manajer sebagai agen diberi amanat oleh pemegang saham untuk membuat keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling (1976), hal ini menimbulkan perbedaan kepentingan antara

profesional atau manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*) dalam konteks teori keagenan (*agency theory*).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa konflik kepentingan timbul pada saat pengelolaan perusahaan diserahkan kepada agen oleh pemegang saham dimana adanya kecenderungan manajer bertindak untuk memenuhi keinginannya sendiri atas beban pemegang saham sehingga menimbulkan perbedaan kepentingan. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat mungkin terjadi, karena para manajer saat mengambil keputusan bisnis tidak perlu menanggung resiko dan tidak adanya tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi pemegang saham, maka pihak manajer cenderung membuat keputusan yang tidak optimal.

Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan agen yang utama adalah pertama, antara pemegang saham dengan manajer, dan yang kedua, antara pemegang saham dengan kreditor. Konflik ini terjadi jika manajer berinvestasi pada tingkat resiko yang lebih tinggi dari tingkat resiko yang diperkirakan oleh kreditor.

Secara umum, *agency conflict* dapat dikurangi dengan mengeluarkan *agency costs* (biaya keagenan) oleh para pemegang saham. *Agency costs* adalah biaya yang berkaitan dengan pemantauan tindakan manajemen guna menjamin tindakan tersebut konsisten dengan kesepakatan kontrak antara manajer, pemegang saham (*shareholder*) dan kreditor (*bondholder*).

Menurut Gitman (2000), *agency costs* adalah biaya-biaya yang ditanggung pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Keputusan pembagian dividen adalah salah satu komponen fundamental perusahaan (Mondher dan Moncef, 2009). Dividen dapat digunakan dalam mengurangi *agency conflict* antara manager dengan pemegang saham. Dividen berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan. Dengan peningkatan jumlah dividen yang dibayarkan, pemegang saham melihat bahwa manager sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka, sehingga mengurangi konflik. Akan tetapi meskipun pembayaran dividen dapat menurunkan masalah keagenan, di sisi lain justru menimbulkan biaya karena aliran kas yang dihasilkan dari sumber internal tidak layak lagi untuk memenuhi kebutuhan dana operasional perusahaan dari pihak eksternal. Di sisi lain, penggunaan dividen mengurangi dana *discretioner* yang tersedia bagi manager sehingga dapat mengurangi masalah keagenan.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa penggunaan instrumen *insider ownership* mampu mensejajarkan anatara kepentingan manager dan *shareholder* lainnya. Kebijakan ini menyebabkan meningkatnya kontrol dari pihak manajerial. Dengan meningkatnya persentase kepemilikan saham mereka dalam perusahaan diharapkan dapat menyatukan kepentingan-kepentingan mereka dengan kepentingan-kepentingan pemegang saham. Melalui cara ini, para pemegang saham

akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi tindakannya.

Perusahaan melakukan pembayaran dividen tinggi ketika *insider* memiliki sebagian kecil jumlah saham perusahaan. Jika jumlah saham dipegang oleh sedikit pemegang saham maka kepemilikan akan lebih terkonsentrasi dan semakin mudah mempengaruhi perilaku *insider*, sehingga mengurangi *agency costs* dan melakukan pembayaran dividen yang lebih rendah. Dengan demikian, penyebaran kepemilikan (*dispersion of ownership*) di antara pemegang saham dapat mempengaruhi pembayaran dividen, dimana penyebaran kepemilikan yang lebih tinggi cenderung membawa dividen yang lebih tinggi.

Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) merupakan suatu agen *monitoring* yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi *agency conflict*, karena dapat mengendalikan perilaku *opportunistic* manajer. Salah satu mekanisme pengawasan yang dapat digunakan adalah dengan mengaktifkan *monitoring* melalui keterlibatan investor institusional (*institutional ownership*). Melalui investor institusional ini akan mendorong munculnya pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajer. Kepemilikan institusional seringkali dihubungkan dengan tugas pengawasan terhadap manajer sehingga keterlibatan mereka akan mampu meningkatkan nilai perusahaan, khususnya saat terjadi pengambilalihan atau *take-over*.

Dalam konteks manajemen keuangan, ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek NVP positif, tetapi lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham sebagai dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Jika tidak, maka eksistensi *free cash flow* dapat membawa manajer pada tindakan *opportunistic* dan melakukan proyek yang tidak optimal. Hal ini menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency costs* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer.

Untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dengan pemilik obligasi, di mana pemegang saham dapat mengambil kekayaan dari pemegang obligasi dengan membayar dividen mereka. Pemegang obligasi mencoba mengatasi masalah ini melalui pembatasan pembayaran dividen. Perusahaan yang memegang lebih banyak aset yang dijaminan (*collateralizable assets*) yang mempunyai sedikit *agency costs* antara pemegang saham dengan pemegang obligasi karena aset ini dapat berfungsi sebagai pinjaman kolateral.

Namun demikian, Claesens et al. (2000) mengemukakan bahwa belum ada pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol perusahaan publik di Indonesia. Apabila dibandingkan dengan sejumlah pasar modal di negara-negara maju, dimana pada umumnya penelitian empiris mengenai teori keagenan sudah banyak dilakukan, yang dicirikan oleh struktur kepemilikannya yang bersifat menyebar (*dispersed*



*ownership*), maka struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia sangatlah unik. Di sejumlah pasar modal negara-negara maju, seperti di Amerika dan beberapa negara Eropa, pengawasan lazim dilakukan oleh suatu badan yang memiliki independensi kekuasaan yang kuat.

Pada umumnya perusahaan yang terdaftar di BEJ, memiliki kendala atau pengawasan secara individu. Sudarma (2004) mengemukakan bahwa perusahaan-perusahaan public di Indonesia masih merupakan perusahaan keluarga dan sebelum *go public* umumnya perusahaan melakukan rekonstruksi kepemilikan dengan membentuk perusahaan induk atau *holding company* untuk mengendalikan perusahaan *go public*, sehingga perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*. Hal ini tentunya akan mempengaruhi berbagai keputusan yang diambil oleh manajemen. Secara teoritis, maka belum ada pemisahan yang jelas antara kepemilikan dan kontrol, akibatnya para manajer hanya menjadi kepanjangan tangan pemegang saham mayoritas. Namun hal ini berarti kepentingan manajemen dan para pemegang saham relatif akan sejalan.

Secara umum untuk mengurangi konflik keagenan, para pemegang saham harus mengeluarkan biaya-biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*). Menurut Jensen dan Meckling (1976), biaya-biaya keagenan adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan

untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Peneliti-peneliti terdahulu telah menemukan bahwa tingginya biaya ini akan mengakibatkan turunnya nilai perusahaan dan berakibat buruk bagi *stockholders*.

Salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan pembayaran deviden karena pembayaran deviden akan mengurangi dana yang ada pada manajer. Menurut Jensen dan Meckling (1976) ada tiga kategori biaya keagenan yaitu: (1) pengeluaran untuk memonitor aktivitas-aktivitas manajer, (2) pengeluaran-pengeluaran untuk menstruktur organisasi dimana akan membatasi perilaku-perilaku manajer yang tidak diinginkan dan (3) *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham. Adanya biaya-biaya yang akan dikeluarkan oleh pemegang saham sebagai biaya keagenan akan berakibat menurunkan laba yang diperoleh perusahaan. Penurunan laba akan mengurangi pembayaran dividen yang akan diterima pemegang saham yang akhirnya akan mengurangi kesejahteraan pemegang saham.

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis tertarik mengkaji lebih lanjut konsistensi pengaruh *agency costs* (*insider ownership, free cash flow, collateralizable assets, dispersion of ownership, dan institutional ownership*) terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan objek penelitian perusahaan publik di Indonesia yang merupakan saham-saham LQ45 yang terdaftar di BEI, sehingga menarik untuk dikaji lebih lanjut.

## 1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian pendahuluan maka perumusan masalah penelitian ini adalah apakah *agency costs* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga permasalahan penelitian dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Apakah *variable agency costs* yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets* dan *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan secara simultan terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009
2. Apakah *variable agency costs* yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets* dan *dispersion of ownership* berpengaruh signifikan secara parsial terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45 pada tahun 2007-2009.

## 1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Mengetahui pengaruh secara simultan *variable agency costs* yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets*, dan *dispersion of ownership* terhadap rasio

pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45

2. Mengetahui pengaruh secara parsial variable *agency costs* yang terdiri dari *insider ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *collateralizable assets*, dan *dispersion of ownership* terhadap rasio pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan merupakan saham LQ45

#### **1.4. Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Bagi Akademisi

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi kontribusi yang bermanfaat untuk menambah pengetahuan tentang manajemen keuangan, khususnya ilmu manajemen keuangan tentang *agency theory* pada pasar modal serta fungsi dari manajemen keuangan itu sendiri serta dapat dijadikan sebagai bahan referensi untuk penelitian selanjutnya.

2. Bagi Investor

Memberi masukan kepada investor mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen untuk dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasi. Investor dapat memperoleh informasi dalam memprediksi dividen.

### 3. Bagi Perusahaan

Hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan kebijakan dividen perusahaan.