

Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia

Djumahir

Fakultas Ekonomi, Universitas Brawijaya Malang

Email: djumahir@gmail.com

ABSTRACT

The purpose of the article was to investigate the influence agency cost that proxy with Dispersion of Ownership; Institutional Ownership; Free Cash Flow, life cycle of the firm and industries regulation on dividend policy in manufacture industry Indonesia Capital Market (BEI). Agency theory, risk market theory and investment opportunity theory were used to develop theoretical framework to address three hypotheses. Secondary data from Indonesian Capital Market Directory was used to test hypothesis effect agency cost that proxy with Dispersion of Ownership; Institutional Ownership; Free Cash Flow, life cycle of the firm and industries regulation on dividend policy. The number of sample are 31 company as part of 153 manufacturing company in BEI. It found that agency cost, institutional ownership, free cash flow, life cycle of the firm and industry characteristic simultaneously have effect to dividend policy. As partially only institutional ownership that not have effect. Meanwhile free cash flow is the highest effect to dividend policy.

This research enrich the fact of empirical study about agency theory, risk market theory and investment opportunity. Dispersion of Ownership, Free Cash Flow dan Collateralizable Assets add as proxy agency cost that difference with previous research. This research offer new information about dividend policy in manufacturer industry in BEI that overall management more concern to minority investor than institutional ownership.

Keywords: Agency Cost; Dispersion of Ownership; Institutional Ownership; Free Cash Flow, Life cycle of the firm, Regulation

PENDAHULUAN

Latar Belakang

Kebijakan dividend merupakan keputusan perusahaan tentang pembagian laba bersih kepada pemegang saham, dalam bentuk dividen, atau menahannya, dalam bentuk laba ditahan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen lebih besar, maka laba yang ditahan akan lebih kecil sehingga mengurangi total sumber dana intern atau internal *financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan lebih besar laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar.

Potensi konflik keagenan terdapat pada perusahaan, jika saham yang dimiliki oleh para manajer persentasenya kecil. Dalam kondisi seperti ini, para manajer akan mengabaikan tujuan memaksimalkan kekayaan pemegang saham, sehingga menimbulkan konflik antara manajer dan pemilik (pemegang saham).

Masalah agensi akan semakin besar ketika kepemilikan perusahaan terlalu menyebar, karena pada pola seperti itu insentif pemilik untuk mengontrol manajer akan rendah. Salah satu cara untuk mengurangi masalah agensi karena menyebarnya kepemilikan perusahaan ialah dengan melakukan pembayaran dividen.

Struktur penyebaran kepemilikan dapat dilihat dari preferensi masing-masing pemilik. Semakin besar porsi kepemilikan saham oleh institusi berdampak positif, karena mendorong manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, akan tetapi sisi negatif tingginya porsi kepemilikan institusi akan merugikan investor minoritas (Jensen dan Mickling, 1976).

Masalah agensi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan rendah, sedangkan jumlah *free cash flows*-nya tinggi. Jika kondisi ini terjadi, manajer cenderung akan membelanjakan *free cash flows*-nya pada proyek yang kurang menguntungkan (Jensen, 1986). Salah satu cara untuk mengurangi *free cash flows* yaitu dengan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Tahap daur hidup perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen, perusahaan yang pada awal pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk tidak membagikan dividen akan tetapi pada perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah akan cenderung untuk membagikan dividen yang lebih besar (Senchack dan Lee, 1980).

Regulasi adalah aturan yang berlaku pada industri-industri tertentu. Industri-industri yang mempunyai aturan ketat adalah industri perbankan, asuransi, pertambangan minyak gas bumi, energi dan kelistrikan sedangkan industri-industri yang mempunyai regulasi tidak ketat adalah industri pertanian,

industri dasar dan kimia, otomotif dan komponen, tekstil, garmen, industri barang konsumsi, telekomunikasi, transportasi, perdagangan, jasa dan investasi (Smith dan Watts, 1992).

Penelitian empirik yang mengkaji pengaruh biaya agensi terhadap pembayaran dividen antara lain; Rozeff, M.S., (1982:250) melakukan penelitian mengenai pengaruh *agency cost* (*insider ownership*, *share holder dispersion*) dan *transaction cost* (*growth* dan *risk*) terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Agency cost* dan risiko pasar secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Dempsey, S., dan Laber, G (1992:317). Penelitian ini menguji pengaruh *Agency cost* dan *transaction cost* terhadap *dividend payout ratio*. Variabel yang digunakan ialah *insider*, *Grow 1*, *Grow 2*, *beta*, *Stock* (jumlah pemegang saham) dan *Dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *insider*, *beta* dan *Growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* sedangkan jumlah pemegang saham berpengaruh positif.

Moh'd et al., (1995, 382) melakukan penelitian mengenai hubungan antara teori agensi dan kebijakan dividen. Variabel yang digunakan ialah *Growth*, *institutional* dan *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *firm size*, *business risk*, *operating*, *financial leverage* dan *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan, *insider ownership*, *operating leverage* dan *financial leverage* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan *Institutional ownership*, *shareholder dispersion* dan *firm size* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Collins, M.C., Atul, K.S., dan James, W., (1996:1) melakukan penelitian mengenai pengaruh tingkat pertumbuhan, risiko sistematis dan *insider holding* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat pertumbuhan, risiko sistematis dan *insider holding* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Mollah, S., Keasy, K., dan Short, H., (2000:22) melakukan penelitian mengenai pengaruh *Agency cost* terhadap kebijakan dividen. Variabel yang digunakan ialah variabel *insider ownership*, *Ownership Dispersion*, *Free Cash Flow*, *Collateralizable Assets* dan *Dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien *insider ownership* berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio*, sedangkan *ownership dispersion* (jumlah pemegang saham) berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*. Koefisien *Free Cash Flow* (Arus Kas Bebas) berhubungan positif dengan *dividend payout ratio*.

Koefisien Aset yang dapat dijaminkan (*Collateralizable Aset*) berhubungan positif terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan studi-studi empiris sebelumnya, yaitu Hasil penelitian Ali et al. (1993), Sudarma (2004), Jensen (1986) dan Titman dan Wassel (1988) dalam Mollah, et al., (2000).

Hasil penelitian Jensen (1986) dalam Mollah, et al., (2000) menunjukkan bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow*, yakni aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang *profitable*, lebih baik dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen dan atau membayar hutang perusahaan agar dapat mengurangi kemungkinan terbuangnya dana untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan (NPV negatif).

Kebijakan dividen telah lama menjadi isu yang menarik dalam literatur finansial. Kebijakan *dividen* merupakan salah satu keputusan terpenting perusahaan, oleh karena itu tidak mengherankan jika kemudian studi-studi dalam bidang ini sudah banyak dipublikasikan, tetapi beberapa isu yang penting masih belum terpecahkan. Dalam studi literatur dan penelitian yang dilakukan oleh para peneliti diatas terdapat faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividen* yaitu Biaya Agensi yang terdiri dari variabel *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow* dan *Collateralizable Assets*, Risiko Pasar dan Peluang Investasi yang terdiri dari variabel *Growth* dan *Market to Book value*.

Perusahaan yang akan diteliti ialah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Prioritas pada perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur ialah salah satu perusahaan yang mempunyai peluang investasi yang sangat besar. Seperti yang kita ketahui lima tahun lalu produk-produk industri menghadapi resesi yang cukup parah, tetapi masa itu sudah lewat. Pertumbuhan ekonomi global yang semakin cepat dan bangkitnya aktivitas manufaktur mengarah pada permintaan pasar atas barang yang tahan lama di seluruh dunia. Ini merupakan kabar baik bagi usahawan yang bisnis intinya mengisi fasilitas manufaktur dunia (Utoyo Nurtanio, 2006).

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang terdaftar di BEI, dimana hanya ada beberapa pemegang saham saja yang mempunyai insentif dan kemampuan untuk mengontrol dan memonitor keputusan dan aktivitas manajemen, maka pada saat itu masalah agensi akan muncul, sehingga dividen menjadi penting.

Industri manufaktur di Indonesia sampai saat ini masih membutuhkan komponen pendukung dari negara Indonesia itu sendiri. Hal ini disebabkan

karena industri komponen pendukung di Indonesia belum memenuhi standar yang dipersyaratkan, ini menyebabkan sikap hati-hati dari para investor masih mendominasi suasana pasar, seperti yang kita ketahui semakin tinggi risiko semakin rendah kemungkinan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal, sehingga perusahaan harus mampu membiayai dengan dana internal dengan memperbesar laba ditahan dan mengurangi jumlah dividen (Ryanto, 2007).

Sri Hartati (2007) menyatakan bahwa iklim investasi di Indonesia yang kurang kondusif membuat ekspansi investasi dan peningkatan daya saing manufaktur tidak terjadi selama ini. Hal ini terbukti selama 10 tahun sejak krisis, perusahaan-perusahaan Jepang sebagai investor terbesar di Indonesia tidak melakukan ekspansi investasi lagi di Indonesia. Akibatnya Indonesia mulai "ketinggalan kereta" terutama di bidang yang seharusnya Indonesia bisa memperoleh tempat lebih besar dalam globalisasi proses produksi. Satu-satunya harapan bagi Indonesia untuk memulihkan investasi manufaktur hanya pada investasi Jepang atau Korea Selatan. Dari dua negara ini, Jepang menanamkan investasi yang lebih besar, lebih lama dan lebih banyak. Oleh karena itu kita harus merebut kembali investasi Jepang yang hilang dengan menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang ada di negara kita mempunyai potensi investasi yang bagus dengan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi sehat dan memberikan keuntungan kepada pemiliknya dengan pembayaran dividen.

Berdasarkan uraian di atas dan untuk memberikan bukti pengaruh dari Biaya Agensi, Risiko Pasar dan Peluang Investasi terhadap Kebijakan *Dividen* pada Perusahaan Manufaktur, maka penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh Biaya Agensi (yang diproksikan dengan *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*) dan *Collateralizable Assets*), Risiko Pasar (yang diproksikan dengan β) dan Peluang Investasi (yang diproksikan dengan *Growth* dan *Market To Book value*) terhadap kebijakan dividen pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel *Dispersion of Ownership*, *Free Cash Flow* dan *Collateralizable Assets* ditambahkan sebagai proksi dari Biaya Agensi yang menjadi salah satu pembeda dengan penelitian sebelumnya. Hal ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh secara simultan dan parsial dari ketiga variabel tersebut terhadap kebijakan dividen dan variabel manakah yang memberikan pengaruh dominan terhadap kebijakan dividen.

Perumusan Masalah

Berdasarkan problem *statement* dan *research problem* tersebut di atas, maka pertanyaan penelitian

(*research question*) dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen?
2. Apakah Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara parsial terhadap Kebijakan Dividen?
3. Diantara Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi manakah yang memberikan pengaruh dominan terhadap Kebijakan Dividen?

Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui dan menjelaskan pengaruh Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen.
2. Untuk menganalisis pengaruh Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi yang memberikan pengaruh dominan terhadap Kebijakan *Dividen*.

Manfaat Penelitian

Penelitian ini memberikan manfaat baik secara teoritis maupun praktis antara lain:

1. Bagi Peneliti, untuk menguji apakah ada pengaruh secara simultan dan parsial Biaya Agensi yang terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen
2. Bagi Perusahaan Manufaktur, dapat memberikan wawasan bagi manajer di Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI agar lebih memahami tentang faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan faktor apa yang paling kuat pengaruhnya terhadap kebijakan dividen.
3. Bagi Investor, dapat mengetahui kebijakan dividen mana yang sesuai dengan keinginan investor
4. Sebagai sumber referensi dan informasi bagi penelitian-penelitian selanjutnya.

KERANGKA KONSEP PENELITIAN

Kerangka Konsep Penelitian

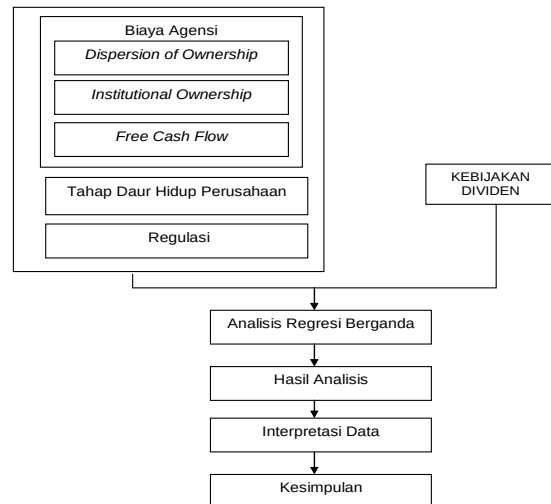
Teori yang mendukung penelitian ini ialah teori-teori Biaya Agensi (Zaenal Arifin, 2005; Brigham, E. F., dan Houston, J.F., 2006; dan Agus Sartono, 2001). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai proksi dari Biaya Agensi ialah *Dispersion of Ownership* dari hasil penelitian Rozeff, M.S., (1982), Dempsey, S., dan Laber, G., (1992), Moh'd, et al., (1995), Mollah, et al., (2000) dan Ali, et al., (1993) dalam Mollah, et al., (2000), *Institutional Ownership* dari hasil penelitian Moh'd, et al., (1995), *Free Cash Flow* dari hasil penelitian Mollah, et al., (2002), Jensen (1986) dalam Mollah, et al., (2000) dan Amidu, M., dan Abor, J., (2006).

Teori kedua yang mendukung penelitian ini ialah teori-teori Risiko Pasar (Irham Fahmi 2006; Zaenal Arifin, 2005; Agus Sartono 2001, Brigham, E. F., dan Houston, J.F., (2006). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai proksi dari risiko pasar ialah beta dari hasil penelitian Rozeff, M.S., (1982), Dempsey, S., dan Laber, G., (1992), Collins, M.C., et al., (1996), D'Souza, J., dan Atul, K.S., (1999), Kania, S.L., dan Frank, W.B., (2005) dan Amidu, M., dan Abor, J., (2006).

Teori ketiga yang mendukung penelitian ini ialah teori-teori mengenai Peluang Investasi dari Enduardus Tandelilin (2001), Irham Fahmi (2006), Zaenal Arifin (2005), Brigham, E.F., dan Houston, J.F., (2006), Bodie, Z., Kane, A., dan Markus, A.J., (2006). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai proksi dari peluang investasi ialah *Growth* dari hasil penelitian Dempsey, S., dan Laber, G (1992), Moh'd, et al., (1995), Collins, M.C., et al., (1996), Ferdinand (1992), Kania, S.L., dan Frank, W.B (2005) dan Amidu, M., dan Abor, J., (2006) dan *Market To Book Value* dari hasil penelitian Rozeff, M.S., (1982), D'Souza, J., dan Atul, K.S., (1999), Ferdinand (1992) dan Amidu, M., dan Abor, J., (2006).

Untuk mengetahui pengaruh variabel independen, yang terdiri dari biaya agensi (yang diproksikan dengan *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*), risiko pasar (yang diproksikan dengan beta) dan peluang investasi (yang diproksikan dengan *Growth* dan *Market To Book Value*) terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* dilakukan analisis Regresi Berganda. Dari hasil analisis yang didapat dilakukan interpretasi data dan dibuat kesimpulan.

Kerangka konseptual dalam penelitian ini digambarkan pada Gambar 3.



Gambar 3. Model Kerangka Konsep Penelitian

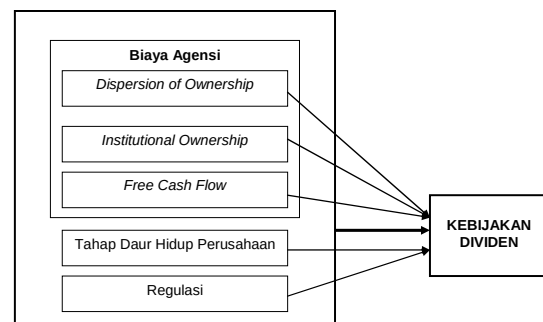
Hipotesis

Berdasarkan permasalahan penelitian yang telah dirumuskan dan tujuan penelitian yang ingin dicapai serta berdasarkan kerangka konsep penelitian yang telah dikemukakan, maka diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

1. Biaya Agensi (terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*), Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen.
2. Biaya Agensi (terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*), Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara parsial terhadap Kebijakan Dividen.
3. *Dispersion of Ownership* mempunyai pengaruh dominan terhadap Kebijakan Dividen.

Kerangka Hipotesis

Berdasarkan kerangka konsep penelitian diatas, maka kerangka hipotesis dalam penelitian ini ialah sebagai berikut:



Gambar 4. Kerangka Hipotesis

Keterangan : $\longrightarrow$ Berpengaruh secara simultan
 $\rightarrow$ Berpengaruh secara parsial

METODE PENELITIAN

Jenis dan Objek Penelitian

Jenis penelitian ini ialah eksplanatori yaitu menjelaskan hubungan *variable* independen terhadap *variable* dependen.

Obyek penelitian ialah Perusahaan Manufaktur di Indonesia yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Indonesia (BEI), selama 5 tahun, 2003 sampai 2007.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini ialah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) sejumlah 153 perusahaan. Sampel penelitian dipilih dengan menggunakan metode *Purposive sampling*, yaitu metode pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan oleh peneliti. Kriteria pengambilan sampel ialah sebagai berikut:

- Perusahaan telah terdaftar sebagai perusahaan manufaktur pada BEI dari tahun 2002 sampai 2007.
- Perusahaan membagikan dividen secara berturut-turut selama periode 2003 sampai 2007
- Perusahaan selama tahun 2003 sampai 2007, sahamnya sebagian dimiliki oleh pihak institusi (*Institutional ownership*).

Berdasarkan kriteria tersebut, diperoleh sampel sebanyak 43 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen dan variabel independen. Untuk menghindari ketidakjelasan makna variabel yang digunakan dalam penelitian ini, berikut ini ialah definisi operasional variabel-variabel tersebut:

Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini ialah:

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen ialah keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang pembagian keuntungan bersih perusahaan atau pembagian kekayaan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau menahan dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Menurut Mollah *et al.*, (2000) *Dividend Payout Ratio* (DPR) ialah perbandingan antara jumlah dividen yang dibagikan dalam setiap lembar saham pada akhir tahun dalam satuan persen dengan rumus:

$$DPR_{it} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

Keterangan:

DPR_{it} : *Dividend Payout Ratio* perusahaan I pada akhir tahun t

Dividend PerShare: Dividen yang dibagikan pada setiap lembar saham oleh perusahaan pada akhir tahun t

Earning PerShare: Laba setelah pajak yang diperoleh dalam setiap lembar saham oleh perusahaan pada akhir tahun t

Variabel Independen

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini ialah:

1. Biaya Agensi

Biaya agensi ialah jumlah Biaya Pengawasan (*Monitoring*) oleh prinsipal, Biaya *Bonding* oleh Agen dan *Residual Loss* yaitu penurunan kemakmuran prinsipal karena perbedaan keputusan yang diambil agen dengan keputusan yang seharusnya memaksimalkan kemakmuran prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976:81). Biaya agensi diproksikan dengan 3 variabel, yaitu:

a. *Dispersion of Ownership*

Dispersion of Ownership ialah jumlah sebaran kepemilikan saham dari seluruh saham yang beredar dari suatu perusahaan. Yang dimaksud dengan jumlah sebaran kepemilikan ialah jumlah kelompok-kelompok pemilik saham dari suatu perusahaan atas keseluruhan saham yang beredar. Jumlah kelompok pemegang saham dianggap sebagai wakil dari *Dispersion of Ownership*. Menurut Mollah *et al.*, (2000) *Dispersion of Ownership* dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$DISPER - OWN = \text{jumlah kelompok pemegang saham}$

b. *Institutional Ownership*

Institutional Ownership ialah jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan dibandingkan dengan jumlah seluruh saham yang beredar. Yang termasuk pihak institusi dari luar perusahaan disini adalah semua pihak dalam bentuk lembaga lain yang memiliki saham perusahaan. Menurut Made Sudarma (2004) *Institutional Ownership* dihitung dalam satuan persen dengan rumus sebagai berikut:

$$INSTIT - OWN = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Oleh Investor Institusi}}{\text{Jumlah Seluruh Saham Yang Beredar}} \times 100\%$$

c. *Free Cash Flow*

Free Cash Flow ialah arus kas yang bersifat bebas yaitu arus kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia investasi yang profitable, sehingga dapat digunakan oleh manajemen perusahaan dan dapat berdampak pada biaya agensi yang besar yang akan ditanggung

oleh pemegang saham. Rasio arus kas bebas terhadap total aktiva dianggap sebagai wakil arus kas bebas. Menurut Mollah *et al* (2000), *Free Cash Flow* dihitung dalam satuan persen dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{FREE} - \text{CF} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{Dividen} + \text{Penyusutan Aktiva Tetap}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

2. Tahap Daur Hidup Perusahaan

Daur hidup perusahaan merupakan tahapan perusahaan mulai dari tahap pertumbuhan dan matang. Pengukuran tahapan daur hidup perusahaan dilakukan dengan proksi proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas (Werner, 2007), dengan rumus:

$$\text{RETE}_{it} = \frac{\text{RE}_{it}}{\text{TE}_{it}}$$

RETE_{it} = proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas perusahaan *i* pada periode *t*.

RE_{it} = laba ditahan perusahaan *i* pada periode *t*.

TE_{it} = total ekuitas perusahaan *i* pada periode *t*.

3. Regulasi

Regulasi adalah kontrol pemerintah terhadap industri, kontrol pemerintah terhadap industri dapat dikategorikan ketat dan tidak ketat (Werner:2007). Kategorisasi industri dengan regulasi ketat adalah perbankan, asuransi, pertambangan minyak dan gas bumi, energi dan kelistrikan, sedangkan industri dengan regulasi tidak ketat adalah pertanian, industri dasar dan kimia, otomotif dan komponen, tekstil dan garmen, industri barang konsumsi, properti dan real estate, telekomunikasi, transportasi, perdagangan, jasa dan investasi.

Proksi yang digunakan dalam penelitian dengan menggunakan variabel dummy, yaitu 0 untuk kategori industri dengan regulasi relatif tidak ketat, sedangkan 1 untuk kategori industri dengan regulasi ketat.

Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan alat analisis regresi berganda yaitu untuk mengukur pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dan variabel Model regresi berganda dalam penelitian ini sebagai berikut:

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

Keterangan:

- Y = Dividend Payout Ratio (DPR)
- α = Konstanta
- X_1 = Dispersion of Ownership (DisOwner)
- X_2 = Institutional Ownership (InstOwner)
- X_3 = Free Cash Flow (FCF)
- X_4 = Tahap Daur Hidup Perusahaan (TDHP)
- X_6 = Regulasi (REG)
- $\beta_1 \dots \beta_7$ = Koefisien Regresi
- e = Kesalahan Pengganggu

Untuk memperoleh model yang fit, maka model yang dibangun berdasarkan analisis regresi berganda memenuhi uji asumsi klasik Multikolinearitas, Heteroskedastisitas dan Autokorelasi (Gujarati, D, 1997:157).

Uji Hipotesis Pertama

Hipotesis ini akan diuji dengan uji F (ANOVA). Uji F (ANOVA) secara spesifik akan menguji pengaruh variabel independen secara simultan terhadap variabel dependen. Pada tahap ini dilakukan proses perbandingan antara F_{hitung} dengan F_{tabel} .

- Jika: $F_{hitung} < F_{tabel}$ berarti bahwa variabel independen secara simultan tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya
- Jika: $F_{hitung} > F_{tabel}$ berarti bahwa variabel independen secara simultan berpengaruh terhadap variabel dependennya

Sritua Arief (1992:10) menyatakan bahwa dengan tingkat signifikansi $\alpha=5\%$ dan dengan degree of freedom (*k*), dimana *n* adalah jumlah observasi dan *k* adalah variabel independen, maka nilai F_{hitung} dirumuskan sebagai berikut:

$$F_{hitung} = \frac{\sum Y_i^2 / (k-1)}{\sum e_i^2 / (n-k)} \text{ atau } \frac{R^2 / (k-1)}{(1-R^2) / (n-k)}$$

Uji Hipotesis Kedua

Hipotesis ini akan diuji dengan nilai *t*-nya (uji *t*). Uji *t* secara spesifik akan menguji koefisien regresi secara parsial pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya. Pada tahap ini dilakukan proses perbandingan antara t_{hitung} dengan t_{tabel} atau nilai kritis ($\alpha=0.05$). Ketentuan menerima atau menolak hipotesis H_0 ialah sebagai berikut:

- Jika: $t_{hitung} < t_{tabel}$ berarti bahwa variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya.
- Jika: $t_{hitung} > t_{tabel}$ berarti bahwa variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependennya

Sritua Arief (1992:9) menyatakan bahwa Nilai t_{hitung} diperoleh berdasarkan pada rumus sebagai berikut:

$$t_j = \frac{\beta_j}{S_j}$$

Penolakan hipotesis juga dapat diukur dari nilai signifikansinya (*p-Value*):

- Jika: $p\text{-Value} < 0.05$ berarti H_1 diterima, variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

- Jika: $p\text{-Value} > 0.05$ berarti H_1 ditolak, variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen

Uji Hipotesis ketiga

Pengujian selanjutnya atas analisis regresi ialah tentang manakah diantara variabel independen yang memiliki pengaruh dominan terhadap variabel dependen. Sritua Arief (1992:10) menyatakan bahwa untuk menentukan variabel independen yang paling menentukan dalam mempengaruhi nilai variabel dependen dalam suatu model regresi linier, maka digunakan koefisien beta (*beta coefficient*). Koefisien beta disebut *standardized regression coefficient*. Variabel independen yang memiliki pengaruh dominan terhadap variabel dependen ialah yang mempunyai nilai beta paling tinggi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hipotesis yang telah diajukan pada metode penelitian, ada 7 variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu biaya Agensi (terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*), Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Peluang Investasi.

Peluang Investasi (yang diproksikan dengan *Growth* dan *Market To Book value*). Bab ini akan menjelaskan deskripsi masing-masing variabel, pengujian asumsi klasik, hasil analisis regresi, pengujian hipotesis dan selanjutnya menguraikan hasil interpretasi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil

Pengujian Asumsi Klasik

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik diperoleh hasil bahwa data bebas dari multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi.

Hasil Analisis dan Interpretasi Data

Hasil analisis regresi berganda yang dapat dilihat pada Tabel 1. dengan menggunakan variabel dependen Kebijakan Dividen yang diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* dan variabel independen yaitu Biaya Agensi (terdiri dari *Dispersion of Ownership*, *Institutional Ownership*, *Free Cash Flow*), Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi.

Tabel 1. Hasil Analisis Regresi

Variabel	Unstan- dardized Coefficients	Stan- dardized Coefficients	Sig	Keterangan
	B	Std. Error Beta		
(Constant)	58,42	12,87	0,000	
Dis_Owner (X1)	1,245	2,023	1,120	0,015 Signifikan
Inst_Owner (X2)	3,124	0,253	2,165	0,150 Tidak Signifikan
FCF (X3)	0,048	0,272	4,513	0,047 Signifikan
TDHP (X4)	2,235	1,305	2,244	0,034 Signifikan
REG (X5)	3,212	2,541	1,154	0,029 Signifikan
R-Square	0,680			
Sig. - F	0,000			

Sumber: Lampiran 4

Berdasarkan hasil analisis regresi, maka dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 58,42 + 1,245X_1 + 2,124X_2 + 0,048X_3 + 2,234X_4 + 3,212X_5$$

Pengujian Hipotesis

a. Pengujian Hipotesis Pertama

Berdasarkan hasil analisis regresi yang terdapat pada tabel 8 dapat diketahui bahwa tingkat signifikansi $F = 0,00$ lebih kecil dari 0,05 artinya Variabel *Dispersion of Ownership* (X_1), *Institutional Ownership* (X_2), *Free Cash Flow* (X_3), Tahap Daur Hidup Perusahaan (X_4), dan Regulasi (X_5), secara simultan berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, oleh karena itu hipotesis pertama diterima.

b. Pengujian Hipotesis Kedua

Berdasarkan hasil analisis regresi yang terdapat pada tabel 8 dapat diketahui bahwa variabel *Dispersion of Ownership* (X_1) memiliki nilai signifikansi t sebesar 0,015 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menerima hipotesis, yang artinya variabel *Dispersion of Ownership* (X_1) secara parsial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Variabel *Institutional Ownership* (X_2) memiliki nilai signifikansi t sebesar 0,150, lebih besar dari 0,05. Hal ini menolak hipotesis yang artinya variabel *Institutional Ownership* (X_2) secara parsial tidak memberikan pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Variabel *Free Cash Flow* (X_3) memiliki nilai signifikansi t sebesar 0,047 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menerima hipotesis yang artinya variabel *Free Cash Flow* (X_3) secara parsial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Variabel Tahap Daur Hidup Perusahaan (X_4) memiliki nilai signifikansi t sebesar 0,034 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menerima hipotesis yang artinya variabel Tahap Daur Hidup Perusahaan (X_4) secara parsial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Variabel Regulasi (X_5) memiliki nilai signifikansi t sebesar 0,029 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menerima hipotesis yang artinya variabel Regulasi (X_5) secara parsial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

c. Pengujian Hipotesis Ketiga

Berdasarkan hasil analisis regresi yang terdapat pada table 8 diketahui bahwa variabel *Free Cash Flow* (X_3) memiliki nilai *Standardized Coefficients Beta* sebesar 4,513 lebih besar dari variabel *Dispersion of Ownership* (X_1), *Institutional Ownership* (X_2), Tahap Daur Hidup Perusahaan (X_4), dan Regulasi (X_5). Hal ini menolak hipotesis ketiga yang mengatakan variabel *Institutional ownership* yang memberikan pengaruh dominan terhadap Kebijakan Dividen.

Pembahasan Hasil Penelitian

Dari hasil analisa yang telah dilakukan maka dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

Pengaruh *Dispersion of Ownership* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Dispersion of Ownership* (penyebaran kepemilikan saham) secara parsial berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen, artinya besar kecilnya jumlah sebaran kepemilikan saham suatu perusahaan mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan dalam setiap lembar.

Penyebaran kepemilikan saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dapat menentukan keputusan dalam menetapkan berapa besarnya dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian dari Rozeff, M.S (1982:95); Dempsey, S., dan Laber, G (1992:317); Moh'd *et al* (1995:382); Mollah *et al* (2000:22) dan Ali *et al* (1993) dalam Mollah *et al* (2000) yang menemukan adanya pengaruh *Dispersion of Ownership* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *Institutional Ownership* secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel Kebijakan Dividen. Berarti besar kecilnya jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan dalam setiap lembar saham pada akhir tahun.

Hal ini dikarenakan investor institusional memiliki keinginan yang kadang berbeda dengan keinginan investor umum. Horizon investasi mereka secara umum berjangka panjang sehingga mereka lebih menyukai perusahaan yang menginvestasikan kembali labanya daripada perusahaan yang membayarkan sebagian besar labanya untuk dividen.

Hasil penelitian ini memperkuat penelitian yang dilakukan oleh Amidu, M., dan Abor, J (2006:136) yang menyatakan bahwa *Institutional ownership* secara parsial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* secara parsial berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen, artinya besar kecilnya arus kas bebas mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan.

Free Cash Flow yang ada di perusahaan merupakan salah satu sumber bagi perusahaan untuk digunakan sebagai dana untuk membayar dividen. *Free cash flow* dapat digunakan sebagai alat untuk memperkecil konflik agensi antara manajer dan pemegang saham yaitu dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk digunakan membayar dividen (Jensen & Mekling: 1997).

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Mollah *et al* (2002:22); Jensen (1986) dalam Mollah *et al* (2000) dan Amidu, M., dan Abor, J (2006:136) yang menemukan adanya pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Tahap daur hidup Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel tahap daur hidup perusahaan secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan Dividen, dengan tanda positif. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan yang diteliti dalam keadaan perkembangan tinggi dan tidak memerlukan dana untuk membiayai investasinya, oleh karena itu perusahaan akan lebih sedikit untuk menahan laba dan lebih banyak untuk membagikan laba tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Penelitian ini didukung oleh Grullon *et al.* (2002), Deangelo *et al* (2006) dan Werner (2007).

Pengaruh Regulasi Terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel regulasi secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dengan tanda positif.

Perusahaan yang diteliti sebagian besar tergolong dalam regulasinya kurang ketat seharusnya menggunakan laba untuk pengembangan usahanya, akan tetapi karena perusahaan yang diteliti dalam pertumbuhan yang tinggi maka perusahaan tidak mengurangi pembayaran dividen kepada pemegang saham. Penelitian ini didukung oleh Smith dan Watts (1992), Werner (2007).

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan temuan-temuan empiris yang dijelaskan dalam pembahasan, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Variabel *Dispersion of Ownership, Institutional Ownership, Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi berpengaruh secara simultan terhadap Kebijakan Dividen.
2. Variabel *Dispersion of Ownership, Free Cash Flow*, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kecuali variabel *Institutional Ownership*.
3. Variabel yang paling dominan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen adalah *Variabel Free Cash*.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian, pembahasan dan kesimpulan pada akhirnya peneliti menyarankan beberapa hal yang dapat dicermati oleh pihak yang terkait dalam penelitian ini, antara lain:

1. Perusahaan manufaktur di BEI hendaknya mempertimbangkan kepentingan pemilik minoritas dan institusional, daur hidup perusahaan, dan regulasi dalam menetapkan kebijakan dividen.
2. Pertimbangan utama yang perlu diperhatikan dalam penetapan kebijakan dividen oleh perusahaan manufaktur di BEI lebih diprioritaskan pada pemilik minoritas, kondisi *cash flow* dan daur hidup perusahaan dengan memperhatikan kondisi *free cash flow*.
3. Penelitian lebih lanjut masih perlu di pertimbangkan dengan menambah variabel lain diluar variabel finansial seperti variabel perilaku manajerial dalam menetapkan kebijakan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Agus, Sartono, 2001, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi keempat. BPFE. Yogyakarta
- Amidu, M. and Abor, J., 2006, Determinants of Dividend Payout Ratios In Ghana. *Journal of Risk Finance*, 7 (2).
- Andreas, Lako, 2007, *Laporan Keuangan Dan Konflik Kepentingan*. Penerbit Amara Books. Yogyakarta
- Atmaja, 2003, *Manajemen Keuangan*. Penerbit ANDI. Yogyakarta
- Augusty, Ferdinand, 2006, *Metode Penelitian Manajemen*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang
- Bambang, Riyanto, 2001, *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. Edisi keempat. BPFE. Yogyakarta
- Bodie, Z., Kane, A. and Marcus, A.J., 2005, *Investment, I. Permatasari (editor), 2005. Sixth Edition. McGraw-Hills Companies. Inc. Z. Dalimunthe (penterjemah). 2006. Investasi. Buku 2. Edisi keenam. Penerbit Salemba Empat. Jakarta*
- Brigham, E.F. and Houston, J.F., 2006. *Fundamentals of Financial Management, N. Setyaningsih (editor), 2004. Tenth Edition. Thomson Learning. A. Yulianto (penterjemah). 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku 1. Edisi kesepuluh. Penerbit Salemba Empat. Jakarta*
- Brigham, E.F. and Houston, J.F., 2006., *Fundamentals of Financial Management, N. Setyaningsih (editor), 2004. Tenth Edition. Thomson Learning. A. Yulianto (penterjemah). 2006. Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku 2. Edisi kesepuluh. Penerbit Salemba Empat. Jakarta*
- Collins, M.C., Atul, K.S. and Janes, W., 1996., The Role of Insider and Dividend Policy: A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9 (2):1-9
- Dedi, Muhtadi, 2006, Mampukah Kita Merebut Kembali Investasi Jepang. *kompas.com/kompas.cetak/0612/08/ekonomi/3153051.htm*. Desember, 8, 2006
- Dempsey, S. and Laber, G., 1992, Effects Of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio Further Evidence of The Agency-Transaction Cost Hypothesis. *Journal of Financial Research*, 15 (4):317-321
- D'Souza, J. and Atul, K.S., 1999, Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy: An International Perspective. *Journal Managerial of Finance*, 25 (6): 35-44
- Enduardus, Tandelilin, 2001, *Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. BPFE. Yogyakarta

- Eni, Setyowati, 2000, *Efek Systematic Risk (Beta), Growth, Agency Cost dan Transaction Cost Terhadap Dividend Payout Ratio (Pada Industri Barang Konsumsi yang Go-Publik di BEJ)*. Tesis Program Pasca Sarjana, Universitas Brawijaya Malang
- Ferdinand, 1999, Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices In China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7:157-172
- Gujarati, D., 2003, *Basic Econometrics*, G. Hutaeruk (editor), 1978. Mc. Graw-Hills. Inc. Z. Sumarno (penterjemah). 2003. *Ekonometrika Dasar*. Penerbit Erlangga. Jakarta
- Imam, Ghazali, 2007, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang
- Irham, Fahmi, 2006, *Analisis Investasi Dalam Perspektif Ekonomi dan Politik*. PT. Refika Aditama. Bandung
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H., 1976, Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3): 78-130
- Kania, S.L. and Frank, W.B., 2005, What Factors Motivate The Corporate Dividend Decision. *Journal of ASNNS*, 1 (1): 97-107
- Made, Sudarma, 2004, *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi Pada Industri yang Go Publik di BEJ)*. Disertasi Program Pasca Sarjana, Universitas Brawijaya Malang
- Moh'd, M.A., Larry, G.P., and James, N.R. 1995, *An Investigation of The Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy*. *The Financial Review*, 30 (2): 367-385
- Mollah, S., Keasy, K., and Short, H, 2000, *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy In An Emerging Market Evidence From The Dhaka Stock Exchange*
- Rozeff, M.S, 1982, Growth, Beta and Agency Costs As Determinant of Dividend Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. p. 249-259
- Ryanto, 2007, Dolar Cenderung Melemah. *revo-news.blogspot.com/2007-09-12-archive.html*. September, 12, 2007
- Sritua, Arief, 2006, *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Penerbit UI Press. Jakarta
- Sri Hartati, 2007, Menggantungkan Harapan Pada EPA. www.kompas.com/kompas-cetak/0708/25/fokus/3782630.htm. Agustus, 25, 2007
- Uma, Sekaran, 2006, *Research Methods For Business*, R. Widyaningrum (editor), 2003. Fourth Edition. John Wiley and Sons. Inc. K. M. Yon (penterjemah). 2006. *Metode Penelitian Untuk Bisnis. Buku 1. Edisi keempat*. Penerbit Salemba Empat. Jakarta
- Utoyo, Nurtanio, 2006, Para Teknisi Pertumbuhan. www.swa.co.id/sekunder/kolom/Manajemen/Organisasi/Details.Php?cid=2&id=209. Mei, 4, 2006
- Werner, R., Murhadi, 2007, *Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham*. Disertasi Program Pascasarjana Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang.
- Weston, J.F. and Copeland, T.E., 1997, *Managerial Finance*. 1996. Ninth Edition. The Dryden Press. A.J., Wasana., dan Kibrandoko (penterjemah). 1997. *Manajemen Keuangan. Jilid 2. Edisi kesembilan*. Binarupa Aksara. Jakarta
- Zaenal, Arifin, 2005, *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. CV. Adipura. Yogyakarta