



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**HUBUNGAN STRUKTUR KEPEMILIKAN PERUSAHAAN  
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**

**SKRIPSI**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar  
“SARJANA EKONOMI”**

**CITRA ALAMANDA  
1106135483**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM EKSTENSI AKUNTANSI  
DEPOK  
JULI 2014**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

**Skripsi ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.**

Nama : Citra Alamanda

NPM : 1106135483

Tanda Tangan : 



Tanggal : 15 Juli 2014

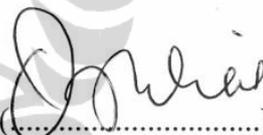
## HALAMAN PENGESAHAN

Skripsi ini diajukan oleh :  
Nama : Citra Alamanda  
NPM : 1106135483  
Program Studi : Akuntansi  
Judul Skripsi  
Bahasa Indonesia : Hubungan Struktur Kepemilikan Perusahaan  
Terhadap Kebijakan Dividen  
Bahasa Inggris : The Relationship of Corporate Ownership  
Structure on Dividend Policy

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Ekstensi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

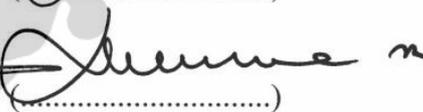
### DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dahlia Sari, S.E., M.Si



(.....)

Penguji : Kurnia Irwansyah Rais, S.E., M.Ak



(.....)

Penguji : Tb. M. Yusuf Khudri, S.E., M.Ti



(.....)

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 2 Juli 2014

## KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, karena berkat rahmat dan karunia – Nya penulis dapat menyelesaikan karya tulis ini dengan baik, dalam rangka memenuhi salah satu syarat untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Akuntansi pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Penulis menyadari bahwa skripsi ini bukanlah semata – mata hasil karya penulis seorang diri, namun terdapat banyak pihak yang ikut membantu dan memberikan kontribusi dalam penulisan skripsi ini. Oleh karena itu, pada bagian ini penulis hendak menyampaikan penghargaan dan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada :

- (1) Ibu Dahlia Sari, S.E., M.Si., selaku dosen pembimbing skripsi yang selalu menyediakan waktu untuk membagi pemahaman dan pengalamannya serta memberikan koreksi, saran, dan kritik yang sangat berharga bagi penulisan skripsi ini;
- (2) Bapak Kurnia Irwansyah Rais, S.E., M.Ak dan Bapak Tb. M. Yusuf Khudri, S.E., M.Ti selaku dosen penguji yang telah memberikan banyak pertanyaan bermutu, kritik, dan saran demi terselesaikannya penulisan skripsi ini dengan baik;
- (3) Orang tua tercinta Reflinda dan Salman Rivai (Alm), kakak tersayang Lisa Rahmayanti dan adik tersayang Fikri Akbar yang alhamdulillah perjuangan kami berdua untuk meraih sarjana sama-sama terwujud di semester ini, yang telah memberikan semangat dan doa yang tak henti – hentinya bagi penulis untuk menyelesaikan skripsi ini;
- (4) Di, makasih buat semuanya. ILU ☺; dan
- (5) Fitri dan Adien untuk semua dukungan kepada penulis untuk segera menyelesaikan skripsi ini.

Akhir kata, saya berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu dan semoga skripsi ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan.

Jakarta, 15 Juli 2014

Citra Alamanda



**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

---

Sebagai civitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Citra Alamanda  
NPM : 1106135483  
Program Studi : Ekstensi Akuntansi  
Departemen : Akuntansi  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis Karya : Skripsi

demikian demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive-Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

**Hubungan Struktur Kepemilikan Perusahaan  
Terhadap Kebijakan Dividen**

beserta perangkat yang ada (bila diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa ijin saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok

Pada tanggal : 15 Juli 2014

Yang menyatakan



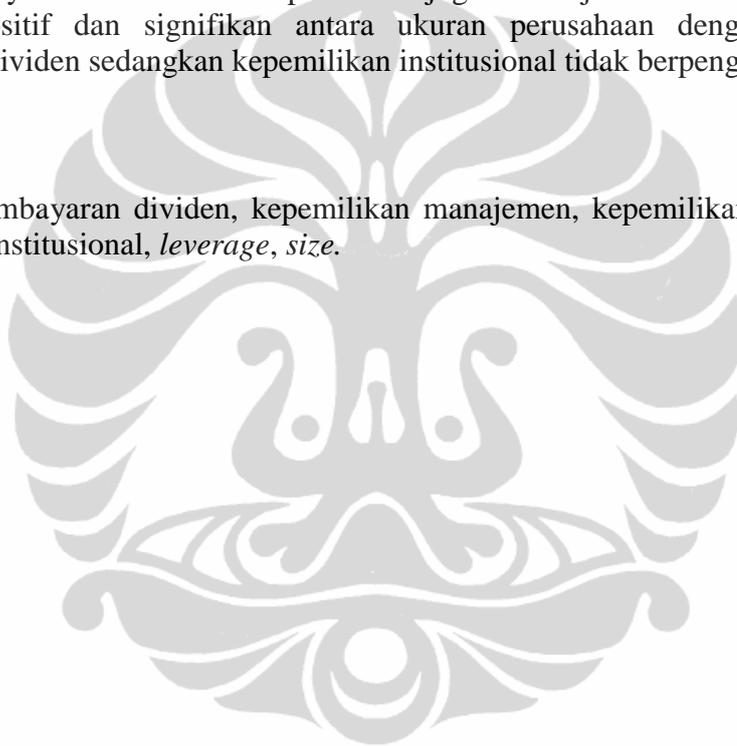
(Citra Alamanda)

## ABSTRAK

Nama : Citra Alamanda  
Program Studi : Ekstensi Akuntansi  
Judul : Hubungan Struktur Kepemilikan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Penelitian ini meneliti pengaruh struktur kepemilikan perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen di Indonesia selama periode 2009-2012 dari perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia kecuali perusahaan perbankan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif dan signifikan antara kepemilikan manajemen, kepemilikan keluarga, leverage dengan tingkat pembayaran dividen. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif dan signifikan antara ukuran perusahaan dengan tingkat pembayaran dividen sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh.

Kata kunci :  
Kebijakan pembayaran dividen, kepemilikan manajemen, kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, *leverage*, *size*.



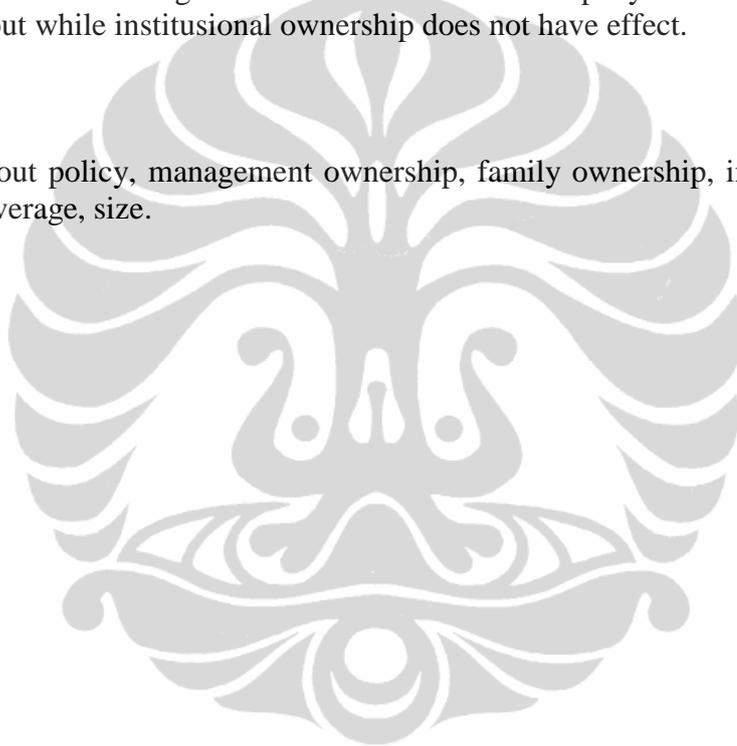
## ABSTRACT

Name : Citra Alamanda  
Study Program : Accounting – Extension  
Title : The Relationship of Corporate Ownership Structure on  
Dividend Policy

The present study investigates the impact of corporate ownership structure on dividend payout policy in Indonesia over the period 2009-2012 of companies listed at Indonesia Stock Exchange except banking companies. The result show that there is negative and significant relation between management ownership, family ownership, leverage with level of dividend payout. The result also show that there is positive and significant relation between company size with level of dividend payout while institutional ownership does not have effect.

Keywords:

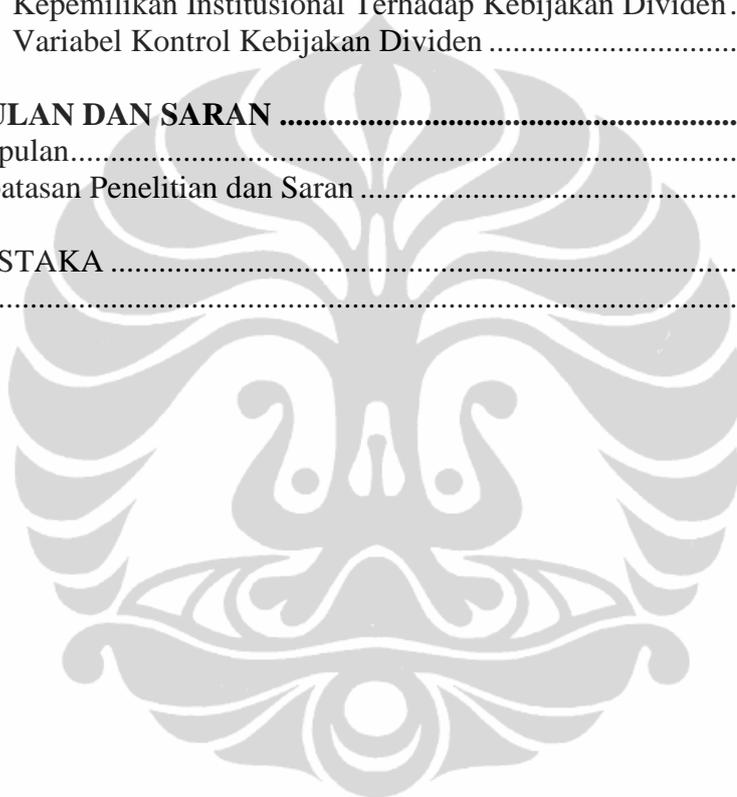
Dividend payout policy, management ownership, family ownership, institutional ownership, leverage, size.



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH .....	vi
ABSTRAK .....	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR .....	xii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiii
<b>1. PENDAHULUAN.....</b>	<b>1</b>
1.1. Latar Belakang Penelitian .....	1
1.2. Rumusan Masalah Penelitian .....	4
1.3. Tujuan Penelitian .....	4
1.4. Manfaat Penelitian .....	5
1.5. Ruang Lingkup Penelitian.....	5
1.6. Sistematika Penelitian .....	6
<b>2. LANDASAN TEORI.....</b>	<b>7</b>
2.1. Teori Keagenan ( <i>Agency Theory</i> ) .....	7
2.2. Signalling Theory .....	10
2.3. Free Cash Flow Theory .....	10
2.4. Dividen.....	11
2.4.1. Pengertian Dividen .....	11
2.4.2. Kebijakan Dividen.....	11
2.5. Jenis-Jenis Kepemilikan.....	12
2.5.1 Kepemilikan Manajemen ( <i>Managerial Ownership</i> ) .....	12
2.5.2 Kepemilikan Keluarga ( <i>Family Ownership</i> ).....	13
2.5.3 Kepemilikan Institusional ( <i>Institusional Ownership</i> ) .....	15
2.6. Biaya Keagenan ( <i>Agency Cost</i> ).....	16
2.7. Hipotesis Hubungan Struktur Kepemilikan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen .....	17
2.7.1 Kepemilikan Manajemen .....	17
2.7.2 Kepemilikan Keluarga .....	18
2.7.3 Kepemilikan Institusional .....	19
<b>3. METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>21</b>
3.1. Kerangka Pemikiran .....	21
3.2. Jenis dan Sumber Data .....	21
3.3. Populasi dan Sampel Penelitian .....	21
3.4. Operasionalisasi Variabel.....	22
3.4.1. Variabel Terikat ( <i>Dependent Variable</i> ).....	22
3.4.2. Variabel Bebas ( <i>Independent Variable</i> ).....	23

3.4.3. Variabel Kontrol ( <i>Control Variable</i> ).....	24
3.5. Model Penelitian .....	25
3.6. Pengujian Statistik.....	25
<b>4. HASIL DAN PEMBAHASAN .....</b>	<b>27</b>
4.1. Statistik Deskriptif.....	27
4.2. Uji Multikolinearitas .....	30
4.3. Uji Spesifikasi Model.....	31
4.3.1. Uji Chow .....	31
4.3.2. Uji Hausman.....	31
4.4. Hasil Regresi dan Hipotesis Penelitian .....	32
4.4.1. Pengujian Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Keluarga dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen.....	32
4.4.2. Variabel Kontrol Kebijakan Dividen .....	34
<b>5. KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>36</b>
5.1. Kesimpulan.....	36
5.2. Keterbatasan Penelitian dan Saran .....	37
DAFTAR PUSTAKA .....	39
LAMPIRAN.....	42



## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Ringkasan Prosedur Pemilihan Sampel .....	22
Tabel 4.1.	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (Sebelum Winsorize).....	27
Tabel 4.2.	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (Sesudah Winsorize) .....	27
Tabel 4.3.	Hasil <i>Correlation Matrix</i> Antar Variabel Independen .....	30
Tabel 4.4.	Hasil Regresi Menggunakan Model Fixed Effects .....	32



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 3.1. Kerangka Pemikiran .....	21
--------------------------------------	----



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Output Penelitian.....	42
------------------------------------	----



# BAB 1

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Penelitian

Dividen merupakan pembagian laba kepada para pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Pembagian laba ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan. Distribusi keuntungan ini merupakan tujuan utama suatu bisnis. Sehingga kebijakan pembayaran dividen merupakan salah satu kebijakan yang penting pada suatu perusahaan.

Sesuai amanat Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas Pasal 71 Ayat 2 yang menyebutkan bahwa seluruh laba bersih setelah dikurangi penyisihan untuk cadangan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, kecuali ditentukan lain dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Di dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Pasal 84 Ayat 1 juga disebutkan bahwa setiap saham yang dikeluarkan mempunyai satu hak suara, kecuali anggaran dasar menentukan lain. Sehingga besarnya kepemilikan atas saham idealnya dapat mempengaruhi keputusan pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Salah satu keputusan penting dalam sebuah perusahaan yang dapat membawa dampak besar terhadap sentimen pasar dan investor adalah kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Kebijakan dividen dapat menjadi alat kontrol yang berpengaruh untuk mengurangi konflik kepentingan antara para pemegang saham dan manajemen. Dimana kepentingan pemegang saham adalah untuk mendapatkan dividen, sedangkan kepentingan manajemen adalah bagaimana mempertahankan modal perusahaan untuk digunakan bagi kepentingan lain.

Salah satu upaya opportunistik manajemen adalah menggunakan aliran kas bebas (*free cash flow*) yang merupakan kelebihan arus kas perusahaan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* yang negatif. Investasi semacam ini dilakukan dengan menggunakan *free cash flow* untuk menghindari

pengawasan atas penambahan modal yang berasal dari luar seperti hutang kepada bank.

Oleh karena itu peran dividen adalah untuk membatasi kecenderungan manajemen untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan, dimana dengan membayarkan dividen merupakan gambaran komitmen perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Kebijakan dividen juga berpengaruh pada reaksi pasar modal terhadap perusahaan, karena penurunan besaran dividen justru akan disambut dengan reaksi negatif oleh pasar modal (Easterbrook,1984).

Para pemegang saham tentunya menginginkan agar perusahaan membayarkan dividen kepada mereka sebagai bentuk imbal hasil atas investasi mereka. Tetapi terkadang struktur kepemilikan dan jumlah kepemilikan dapat menekan manajemen untuk mengambil keputusan pembayaran dividen, terutama pada perusahaan yang memiliki pemegang saham yang mendominasi kepemilikan perusahaan.

Dalam hal penentuan kebijakan dividen perusahaan, jika kepentingan pemegang saham ikut diakomodir menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan maka hal tersebut akan menimbulkan permasalahan tersendiri bukan hanya antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*), tetapi antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Dimana masing-masing tipe pemegang saham memiliki kepentingan yang berbeda-beda. Shleifer & Vishny (1997) berpendapat bahwa ketika pemegang saham mempunyai kepemilikan yang besar dan memiliki kontrol yang penuh pada perusahaan, mereka akan lebih ingin menghasilkan keuntungan pribadi dari kontrol tersebut dan tidak ingin membagikannya kepada pemegang saham minoritas.

Disisi lain, kehadiran dari pemegang saham yang memiliki kepemilikan yang besar juga dapat membatasi keleluasaan manajemen untuk memperbesar kontrolnya terhadap perusahaan. Konflik agensi juga dapat dikurangi karena pemegang saham yang memiliki kepemilikan yang besar mempunyai kemampuan dan insentif untuk memonitor dan mendisiplinkan manajemen (Stiglitz,1985; Shleifer & Vishny, 1986).

Salah satu struktur kepemilikan pada perusahaan adalah kepemilikan institusional. Agrawal & Mandelker (1990) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa investor institusional dapat melakukan pengendalian dan pengawasan terhadap perilaku oportunistik manajemen. Hal ini dikarenakan investor institusional memiliki keahlian yang lebih besar dalam mengumpulkan dan menginterpretasikan informasi dari perusahaan dan juga memiliki keinginan yang lebih besar untuk mengawasi kegiatan manajemen sejalan dengan peningkatan kepemilikan mereka di perusahaan.

Tipe kepemilikan yang lain adalah kepemilikan manajemen dan kepemilikan keluarga, dimana mereka akan cenderung untuk menahan keuntungan perusahaan daripada membayarkan dividen. Hal ini dikarenakan jika terdapat kepemilikan manajemen dan kepemilikan keluarga yang cukup besar di dalam perusahaan, maka akan dapat mengurangi *agency problem* antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*). Adapun jika harus tetap membayarkan dividen maka akan dibayarkan dalam jumlah yang kecil. Sehingga hal ini akan sangat tidak menguntungkan bagi pemegang saham yang lain ataupun pemegang saham minoritas dimana motivasi mereka adalah mendapatkan bagian keuntungan perusahaan berupa dividen.

Carvalho da Silva & Leal (2004) berpendapat informasi struktur kepemilikan sangat penting dan merupakan faktor yang mempengaruhi efisiensi pasar karena memberikan informasi mengenai dua hal yang signifikan yaitu pertama akan memperlihatkan ukuran resiko diversifikasi pemegang saham. Kedua yaitu memberikan informasi mengenai kemungkinan *agency problems* dalam manajemen perusahaan. Maury & Pajuste (2002) meneliti bahwa struktur kontrol perusahaan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen dan pemegang saham yang memimpin proporsi kepemilikan saham dalam perusahaan akan membuat keuntungan pribadi dan mereka tidak tertarik untuk membagi keuntungan mereka tersebut dengan pemegang saham minoritas.

Kebijakan dividen bukan saja membantu dalam mengurangi biaya agensi tetapi juga sebagai sinyal yang memberikan informasi kepada pemegang saham mengenai nilai perusahaan. Penelitian Frank & Goyal (2003) menyebutkan bahwa pasar dapat memberikan penilaian yang baik terhadap perusahaan yang

membagikan dividen dan penilaian yang buruk terhadap perusahaan yang tidak membagikan dividen yang pada akhirnya dapat menurunkan harga saham karena dinilai memiliki performa yang buruk. Sehingga manajemen harus berhati-hati dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen.

Dari penjelasan-penjelasan diatas, kebijakan pembayaran dividen dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Sehingga fokus pada penelitian ini adalah meneliti hubungan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Melalui penelitian ini, penulis hendak menguji hubungan kebijakan pembayaran dividen perusahaan dengan struktur kepemilikan perusahaan. Penelitian ini akan meneliti hubungan kebijakan pembayaran dividen dengan struktur kepemilikan perusahaan dimana pemegang sahamnya dapat berupa pemegang saham yang juga sekaligus manajemen perusahaan, pemegang saham keluarga, dan pemegang saham institusional pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama kurun waktu tahun 2009 sampai dengan 2012 kecuali perusahaan perbankan yang mempunyai peraturan tersendiri mengenai besarnya kepemilikan yang tertuang pada Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/8/PBI/2012 tentang Kepemilikan Saham Bank Umum.

## **1.2. Rumusan Masalah Penelitian**

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka rumusan masalah pada penelitian ini adalah untuk meneliti pengaruh kepemilikan manajemen, kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

## **1.3. Tujuan Penelitian**

Dari rumusan masalah yang telah disebutkan diatas, tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah kepemilikan manajemen berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
2. Apakah kepemilikan keluarga berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?

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

Penulis berharap hasil penelitian ini akan memberikan manfaat bagi:

1. Regulator

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan kepada institusi yang bertugas dalam pengawasan sekaligus pembuatan peraturan pasar modal untuk menetapkan kebijakan – kebijakan di masa mendatang yang berkaitan dengan struktur kepemilikan pemegang saham sehingga dapat memberikan perlindungan yang lebih baik kepada para pemegang saham.

2. Investor

Penelitian ini diharapkan dapat menambah pengetahuan investor mengenai dampak konsep struktur kepemilikan pemegang saham terhadap kebijakan dividen perusahaan. Investor diharapkan akan mempunyai pengetahuan dan pemahaman yang lebih baik untuk menilai resiko investasi pada perusahaan yang mempunyai struktur kepemilikan tertentu sehingga dapat membantu dalam mengambil keputusan yang lebih baik.

3. Akademis (Ilmu Pengetahuan)

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dan tambahan referensi pada pengembangan ilmu pengetahuan khususnya mengenai dampak hubungan struktur kepemilikan pemegang saham terhadap kebijakan dividen perusahaan.

#### **1.5. Ruang Lingkup Penelitian**

Data yang akan diuji oleh penulis adalah data perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Perusahaan perbankan dikecualikan pada penelitian ini karena mempunyai karakteristik dan regulasi tersendiri.

## **1.6. Sistematika Penelitian**

Dalam skripsi ini, pembahasan akan dibagi menjadi lima bab dengan sistematika sebagai berikut :

### **BAB 1 : PENDAHULUAN**

Bab ini membahas mengenai latar belakang penelitian, rumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, ruang lingkup penelitian, dan sistematika penelitian yang merupakan uraian singkat mengenai bab yang terdapat dalam skripsi ini.

### **BAB 2 : LANDASAN TEORI**

Bab ini akan membahas teori-teori yang mendasari penelitian ini baik yang berasal dari penelitian sebelumnya dan teori-teori lain yang berhubungan khususnya mengenai dividen dan struktur kepemilikan pemegang saham. Bab ini juga akan membahas teori dan istilah lain yang berkaitan dan dipakai dalam penelitian ini, serta pengembangan hipotesis penelitian yang akan diuji.

### **BAB 3 : METODOLOGI PENELITIAN**

Dalam bab ini penulis akan menguraikan mengenai kerangka pemikiran, jenis dan sumber data, populasi dan sampel penelitian, operasionalisasi variabel, model penelitian, serta metode pengujian model.

### **BAB 4 : HASIL DAN PEMBAHASAN**

Pada bab ini hasil pengujian atas sampel yang sudah dilakukan akan diuraikan dan dianalisis sesuai pengujian dari model yang telah disusun.

### **BAB 5 : KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab yang terakhir pada penelitian ini berisikan kesimpulan akhir dari analisis penelitian, implikasi penelitian, keterbatasan penelitian, serta saran untuk penelitian selanjutnya.

## BAB 2 LANDASAN TEORI

### 2.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Konflik kepentingan (*agency problem*) pada suatu perusahaan muncul karena perusahaan dapat dianggap sebagai suatu kesatuan hubungan kontraktual (Jensen & Meckling, 1976). Hubungan kontraktual ini merupakan hubungan antara pemegang saham selaku pemilik dan manajemen selaku agen dalam mengelola perusahaan. Dimana pemegang saham mendelegasikan pengelolaan perusahaan kepada tenaga-tenaga profesional atau pihak manajemen yang dinilai mempunyai keahlian dan waktu yang lebih dalam menjalankan bisnis perusahaan.

Dengan hubungan kontraktual tersebut, pemegang saham mengharapkan manajemen mampu bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham yaitu untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Disisi lain manajemen selaku pengelola perusahaan akan memiliki informasi yang lebih baik mengenai keadaan perusahaan yang sebenarnya dibandingkan dengan pemegang saham, sehingga hal ini dapat menimbulkan asimetri informasi. Asimetri informasi adalah suatu keadaan dimana salah satu pihak mempunyai lebih banyak informasi dibandingkan dengan pihak lainnya (Scott, 2009).

Scott (2009) dalam penelitiannya membagi asimetri informasi menjadi 2 tipe, yaitu:

#### 1. *Adverse Selection*

Asimetri informasi ini muncul ketika manajemen lebih banyak mengetahui suatu keadaan dan prospek perusahaannya dibandingkan dengan pihak luar (calon investor dan para pemangku kepentingan). Salah satu cara yang dilakukan manajemen adalah mengatur sedemikian rupa informasi yang akan diberikan kepada investor sehingga nantinya dapat mempengaruhi keputusan investasi investor.

#### 2. *Moral Hazard*

Asimetri informasi ini akan muncul ketika terjadi pemisahan antara kepemilikan dan kontrol yang umumnya terdapat pada perusahaan-perusahaan besar sehingga pemegang saham tidak mungkin secara efektif memonitor

secara langsung kualitas pekerjaan manajemen apakah sudah sesuai atau tidak dengan kepentingan pemegang saham.

Dengan adanya asimetri informasi, manajemen dapat memanfaatkan keadaan tersebut untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya dengan memanfaatkan keterbatasan informasi yang dimiliki oleh pemegang saham. Jensen & Meckling (1976) berpendapat jika kedua pihak tersebut hanya memikirkan kepentingan pribadi dan berusaha untuk memaksimalkan kepentingan masing-masing, maka hubungan kontraktual tersebut akan menimbulkan konflik kepentingan (*agency problem*).

Menurut Godfrey (2009) *agency problem* timbul sebagai akibat keinginan manajemen untuk melakukan tindakan yang sesuai dengan kepentingannya dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham yaitu memperoleh imbal balik atas investasinya dan nilai jangka panjang perusahaan. Munculnya *agency problem* dapat timbul dari berbagai hal sebagai berikut:

1. *Moral Hazard*.  
Manajemen memilih investasi yang paling menguntungkan dirinya dan bukan yang paling menguntungkan bagi perusahaan.
2. *Earning Retention*  
Manajemen melakukan kecenderungan untuk mempertahankan tingkat perusahaan yang stabil, sedangkan pemegang saham lebih suka akan distribusi kas yang lebih tinggi melalui beberapa peluang investasi internal yang positif.
3. *Risk Aversion*  
Kecenderungan manajemen untuk mengambil posisi aman untuk mereka sendiri dalam mengambil keputusan investasi. Mereka akan mencoba menghindari keputusan investasi yang dianggap menambah resiko bagi perusahaan walaupun mungkin hal tersebut bukan pilihan terbaik bagi perusahaan.
4. *Time Horizon*  
Manajemen hanya memperhatikan *cash flow* perusahaan sejalan dengan waktu penugasan mereka. Hal ini dapat menimbulkan bias dalam

pengambilan keputusan yang hanya berfokus pada proyek jangka pendek dan kurang berpihak pada proyek jangka panjang dengan kemungkinan *Net Present Value* (NPV) positif yang jauh lebih besar.

Dalam kerangka teori keagenan, terdapat tiga macam hubungan keagenan, yaitu :

- 1) Hubungan keagenan antara manajer dengan pemilik (*Bonus Plan Hypothesis*)
- 2) Hubungan keagenan antara manajer dengan kreditur (*Debt/Equity Hypothesis*)
- 3) Hubungan keagenan antara manajer dengan pemerintah (*Political Cost Hypothesis*)

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) dan La Porta *et al.* (1999) konflik kepentingan tidak hanya akan terjadi antara pemegang saham selaku pemilik dan manajemen selaku agen, tetapi juga akan terjadi antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham non pengendali. Pemegang saham pengendali muncul pada saat pemegang saham secara aktif menginvestasikan sumber dayanya dalam jumlah besar untuk mengontrol suatu perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Jensen dan Meckling ( 1976 ) menyatakan bahwa *agency cost* dapat dikurangi jika orang dalam perusahaan meningkatkan kepemilikan mereka dalam perusahaan, hal ini akan dapat menyelaraskan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham dimana dengan meningkatnya kepemilikan manajemen akan membuat manajer sebagai pemilik utama perusahaan, tetapi di sisi lain kepemilikan oleh manajemen akan menimbulkan konflik baru antara orang dalam (*insiders*) dan orang luar (*outsiders*), sebagai manajer mereka akan mencoba untuk mengumpulkan dana lebih banyak di bawah kendali mereka baik dengan mengurangi pembayaran dividen atau dengan mempertahankan pembayaran dividen pada tingkat yang rendah.

## 2.2 Signalling Theory

Teori sinyal merujuk pada gagasan bahwa manajemen mengirimkan informasi kepada pemegang saham yang dimaksudkan untuk menciptakan hubungan yang berkredibilitas. Walaupun manajemen mengetahui lebih banyak informasi mengenai keadaan perusahaan, manajemen tetap harus menyediakan informasi yang transparan kepada para pemegang saham. Kebijakan pembayaran dividen dinilai dapat digunakan sebagai sebuah sinyal proyeksi kemampuan perusahaan di masa datang. *Signalling theory* menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting karena pada dasarnya informasi menyajikan keterangan dan gambaran keadaan masa lalu, saat ini dan harapan keadaan masa datang bagi keberadaan dan kelangsungan hidup (*going concern*) suatu perusahaan. Informasi tidak hanya harus lengkap, relevan, akurat tetapi juga harus tepat sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi bagi investor.

## 2.3 Free Cash Flow Theory

Teori *Free Cash Flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* cenderung memboroskannya dalam mendanai proyek-proyek investasi yang memiliki *net present value* (NPV) negatif. Hal ini muncul terutama pada perusahaan-perusahaan yang mempunyai kesempatan pertumbuhan yang rendah dimana mereka menghadapi kesulitan untuk memperoleh proyek investasi yang memiliki *net present value* (NPV) positif. Manajemen terkadang tetap menggunakan kesempatannya menggunakan *free cash flow* pada proyek-proyek dengan NPV negatif, yang mungkin tetap akan memberikan manfaat bagi manajer, baik dalam bentuk uang ataupun imbalan lainnya, namun akan menurunkan kinerja perusahaan dan nantinya merugikan para pemegang saham. *Free cash flow* dapat menimbulkan *agency problem* karena manajer lebih suka menggunakan ketersediaan dana internal perusahaan tersebut untuk proyek yang memiliki NPV negatif daripada membagikannya kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen.

## **2.4 Dividen**

### **2.4.1 Pengertian Dividen**

Dividen adalah pembagian laba kepada pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki. Pembagian ini akan mengurangi laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, tetapi distribusi keuntungan kepada pemilik merupakan tujuan utama suatu bisnis. Sehingga dividen dapat diartikan juga sebagai bagian dari keuntungan bersih setelah pajak yang dibagikan kepada para pemegang saham. Karena dividen merupakan salah satu sumber keuntungan dari investasi investor terhadap saham perusahaan, maka manajemen perlu memperhatikan kebijakan dividen yang akan diterapkan untuk menarik dan mempertahankan minat investasi para investor. Dividen ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

### **2.4.2 Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen dapat menjadi suatu alat pengikat antara kepentingan manajemen dan pemegang saham.

La Porta et al. (2000) dalam penelitiannya berpendapat bahwa jika suatu perusahaan ingin meningkatkan sumber pendanaan dari luar maka salah satu caranya adalah kebijakan pembayaran dividen. Karena dengan adanya kebijakan pembayaran dividen maka perusahaan dapat membangun reputasi yang baik di depan pemegang saham.

Terdapat beberapa teori tentang Kebijakan Dividen menurut Ridwan Sundjaja dan Inge Barlian (2003;383-387) yaitu :

#### **1. Teori Residu Dividen**

Teori ini menjelaskan bahwa investor lebih tertarik apabila perusahaan menahan keuntungannya untuk diinvestasikan kembali daripada dibayarkan untuk dividen.

## 2. Teori Irrelevansi Dividen

Teori ini menjelaskan bahwa kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan dari aset perusahaan.

## 3. Teori Relevansi Dividen

Teori ini menjelaskan bahwa investor umumnya menghindari resiko dan dividen yang diterima sekarang mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang diterima di masa yang akan datang.

Ada beberapa bentuk kebijakan pemberian dividen secara tunai kepada para pemegang saham. Menurut Sutrisno (2003;305-307) bentuk kebijakan itu terdiri dari 4 hal yaitu :

### 1. Kebijakan pemberian dividen yang stabil

Kebijakan ini merupakan pembayaran dividen secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi.

### 2. Kebijakan dividen yang meningkat

Kebijakan ini merupakan pembayaran dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan.

### 3. Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan

Kebijakan ini merupakan pembayaran dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan.

### 4. Kebijakan dividen regular yang rendah ditambah ekstra

Kebijakan ini merupakan kebijakan dividen dimana perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen.

## 2.5 Jenis-Jenis Kepemilikan

### 2.5.1 Kepemilikan Manajemen (*Managerial Ownership*)

Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency*

*problem*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Mekanisme pengawasan terhadap manajemen tersebut menimbulkan suatu biaya yaitu biaya keagenan, oleh karena itu salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen (Haruman, 2008). Kepemilikan manajemen adalah proporsi kepemilikan saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Shliefer & Vishny (1997) dalam Siallagan & Machfoedz (2006) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Menurut Jensen dan Meckling (1976), ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah maka ada kecenderungan akan terjadinya perilaku opportunistik manajer yang meningkat pula. Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya sehingga permasalahan antara *agent* dan *principal* diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham.

### **2.5.2 Kepemilikan Keluarga (*Family Ownership*)**

Struktur kepemilikan yang menyebar hanya ditemukan di Amerika Serikat dan Inggris. Sedangkan di sebagian besar negara berkembang, struktur kepemilikan perusahaan kebanyakan masih berada di bawah kontrol kekeluargaan. Begitu pula yang terjadi di Indonesia, menurut Arifin (2003) struktur kepemilikan perusahaan publik di Indonesia terkonsentrasi dengan pemilik utama keluarga.

Pada struktur kepemilikan yang mayoritas kepemilikannya dipegang oleh keluarga, permasalahan yang timbul bukan lagi perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*, karena kepemilikan mayoritas keluarga akan dengan mudah untuk mengontrol manajemen. Tetapi permasalahan yang akan timbul adalah perbedaan kepentingan antara pemegang saham mayoritas (keluarga) dan pemegang saham minoritas.

Hasil penelitian Arifin (2003) menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia yang dikendalikan baik oleh keluarga, institusi keuangan dan negara

masalah agensinya lebih baik daripada perusahaan yang dikendalikan tanpa pengendali utama.. Hal ini disebabkan berkurangnya *agency problem* antara *principal* dan *agent*. Dengan berkurangnya perbedaan kepentingan tersebut, maka diharapkan manajemen akan berusaha melakukan penyelenggaraan perusahaan dengan sebaik-baiknya demi kepentingan keluarga dan manajemen itu sendiri. Dimana kepemilikan keluarga yang tinggi akan meminimalkan kecurangan dalam menjalankan perusahaan dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan keluarga yang rendah.

Kepemilikan keluarga pada umumnya akan mempengaruhi keputusan yang penting seperti kebijakan dividen dan manajemen harus membuat keputusan yang lebih disukai oleh kepemilikan keluarga (Jiang dan Peng, 2011 ; Liu et al., 2006). Contoh kasus yang pernah terjadi adalah manajemen dari perusahaan Time Mirror mempertahankan spesial dividen untuk keluarga Chandler dan memotong dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham lainnya (DeAngelo & DeAngelo, 2000).

Untuk perusahaan-perusahaan dimana kepemilikan keluarga memegang hak arus kas dan memiliki kontrol yang efektif terhadap perusahaan, akan terdapat potensial *entrenchment* yang sangat besar (Anderson & Reeb, 2003). Kepemilikan keluarga akan melakukan *entrenchment* karena *controlling families* mempunyai kemampuan dan insentif untuk ikut serta dalam kegiatan yang dapat menguntungkan mereka tapi menyimpang bagi kepentingan pemegang saham yang lain (Bozec & Laurin, 2008; Morck et al., 1988; Shleifer & Vishny, 1997). Kemudian *controlling families* ini lebih suka untuk mempertahankan uang di dalam perusahaan yang dikendalikan mereka. *Controlling families* akan mempertahankan sumber daya yang ada di perusahaan salah satunya dengan mengurangi pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh How *et al.* (2008) yang meneliti hubungan struktur kepemilikan dan kontrol terhadap kebijakan dividen, menemukan bahwa perusahaan yang dikontrol oleh keluarga dimana kontrol atas perusahaan masih berukuran kecil dan sedang mendistribusikan dividen yang lebih tinggi. Namun ketika kontrol atas arus kas dan hak voting mereka berada pada level signifikan,

perusahaan yang dikendalikan dengan kepemilikan keluarga yang besar tersebut akan lebih suka mengurangi rasio pembayaran dividen.

### 2.5.3 Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Menurut Shleifer & Vishny (1997) dalam Barne & Rubin (2005) bahwa pemegang saham institusional, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Begitu pula penelitian Wening (2009) dimana semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain:

1. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
2. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Penelitian Smith (1996) dalam Suranta & Midiastuty (2004) menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang

saham. Monitoring yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat.

Keberadaan dari investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Menurut Shleifer & Vishny (1997) investor institusional dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki peranan yang penting dalam menciptakan sistem *corporate governance* yang baik dalam suatu perusahaan, dimana mereka dapat secara independen mengawasi tindakan manajemen dan memiliki *voting power* untuk mengadakan perubahan yang signifikan, misal penggantian manajemen saat mereka sudah dianggap tidak efektif lagi dalam menjalankan dan mengelola perusahaan.

## 2.6 Biaya Keagenan (Agency Cost)

*Agency cost* sebagaimana telah dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) merupakan penjumlahan dari biaya yang meliputi semua biaya antara lain :

1. *Monitoring cost*, yaitu biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku *agent*. Biaya ini dikeluarkan oleh *principal* untuk mengukur, memantau, dan mengontrol perilaku *agent*. Contoh biaya ini adalah biaya audit dan biaya untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran, dan aturan-aturan operasi.
2. *Bonding cost*, yaitu biaya yang ditanggung oleh *agent* untuk menetapkan dan mentaati mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak sesuai kepentingan *principal* dan menjamin jika *agent* bertindak mematuhi kontrak sesuai dengan kepentingan *principal* akan diberikan kompensasi yang sesuai. Contoh biaya yang dikeluarkan oleh manajer untuk menyediakan laporan keuangan untuk para pemangku kepentingan.
3. *Residual loss*, artinya biaya yang timbul dari kenyataan bahwa tindakan *agent* terkadang berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan *principal* walaupun telah ada biaya monitoring dan *bonding*. Misalnya *agent* tidak memecat rekan kerjanya yang melakukan pekerjaan buruk.

## 2.7 Hipotesis Hubungan Struktur Kepemilikan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

### 2.7.1 Kepemilikan Manajemen

Manajemen yang sekaligus menjadi pemegang saham tidak akan menginginkan perusahaan yang dikelolanya mengalami kesulitan dana atau bahkan sampai mengalami kebangkrutan. Karena hal tersebut dapat merugikan dia baik sebagai manajer yang kemungkinan akan kehilangan insentif bahkan tidak ditunjuk lagi untuk mengelola perusahaan dan sebagai pemegang saham yang kemungkinan akan kehilangan imbal hasil atas investasinya. Dengan adanya kepemilikan manajemen di dalam perusahaan, manajer akan lebih berhati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan dan akan berusaha untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Salah satu cara untuk meningkatkan kinerja perusahaan adalah dengan melakukan investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan, yang dana investasinya dapat berasal dari aliran kas bebas perusahaan atau *free cash flow*. Manajer juga memiliki kecenderungan untuk lebih menggunakan dana internal perusahaan daripada dana yang diperoleh dari luar atau hutang, karena hutang akan menempatkan manajer dalam pengawasan *debtholders*, dan manajer cenderung tidak menyukai pengawasan dari *debtholders*. Hal ini dapat berdampak pada kebijakan pembayaran dividen yang rendah akibat dari penggunaan aliran kas bebas atau *free cash flow* untuk investasi yang seharusnya dapat digunakan perusahaan sebagai sumber dana pembayaran dividen. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Ullah, Fida & Khan (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajemen di perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Manajemen cenderung untuk tidak membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen dan manajer cenderung menahan laba dalam bentuk laba ditahan, kecuali manajemen mengetahui bahwa dana tersebut tidak memberikan Net Present Value (NPV) yang positif pada tambahan investasi.

Dari penjelasan di atas, perilaku oportunistik manajemen dikarenakan manajemen menggunakan kesempatannya dalam mengelola perusahaan dengan menginvestasikan *free cash flow* perusahaan untuk investasi yang menguntungkan

perusahaan di masa yang akan datang, sehingga mengurangi ketersediaan dana untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Sehingga dengan bertambahnya kepemilikan manajemen di dalam perusahaan maka dapat menyesuaikan kepentingan manajemen untuk lebih menahan dana di dalam perusahaan untuk digunakan ke dalam investasi-investasi yang kemungkinan dapat lebih menguntungkan perusahaan dalam skala yang lebih besar.

Dari penjelasan diatas tersebut maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**Hipotesis 1 : Kepemilikan Manajemen berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen**

### 2.7.2 Kepemilikan Keluarga

Perusahaan yang pemegang saham utamanya adalah keluarga, cenderung tidak memiliki *agency problem* dengan manajemen, *agency problem* yang timbul justru ekspropriasi yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas kepada pemegang saham minoritas. Salah satu contoh bentuk ekspropriasi yang dilakukan adalah tindakan *tunneling* laba. *Tunneling* laba merupakan tindakan menginvestasikan kelebihan dana perusahaan atau *free cash flow* ke dalam proyek-proyek perusahaan yang masih berafiliasi dengan keluarga mereka, sehingga pemegang saham mayoritas dalam hal ini keluarga mendapatkan sumber keuntungan yang lain yang tidak didapatkan pemegang saham minoritas Widyastuti (2012).

Penggunaan dana perusahaan untuk investasi ke dalam proyek-proyek yang masih berhubungan dengan keluarga mereka tersebut dapat menyebabkan kelebihan dana perusahaan untuk pembayaran deviden berkurang. Sehingga kecenderungan kebijakan pembayaran deviden akan berkurang pada perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang besar.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Aguenou, Farooq & Di (2013) pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Casablanca Stock Exchange menunjukkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga yang tinggi mendistribusikan persentase laba yang lebih kecil sebagai dividen. Salah satu bentuk ekpropriasi pemegang saham mayoritas dalam hal ini pemegang saham keluarga adalah berkonspirasi dengan manajemen menghabiskan kekayaan

pemegang saham minoritas. Khususnya ketika mereka juga merupakan bagian dari manajemen dan kemudian melakukan investasi yang kurang optimal maka akan membebankan biaya yang cukup besar kepada perusahaan. Kepemilikan keluarga kemungkinan juga akan mengangkat manajer yang kurang mempunyai kemampuan dari keluarga mereka sendiri dibandingkan menunjuk eksekutif yang berpengalaman.

Kecenderungan kepemilikan keluarga yang besar dimana mereka lebih tertarik untuk melakukan ekspropriasi terhadap pemegang saham minoritas, menyebabkan kebijakan pembayaran dividen yang rendah pada perusahaan yang dimiliki oleh keluarga.

Dari penjelasan diatas tersebut maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

**Hipotesis 2 : Kepemilikan Keluarga berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen**

### **2.7.3 Kepemilikan Institusional**

Investor institusional adalah pemain utama pada pasar modal. Mereka mempunyai informasi yang lebih baik mengenai informasi berharga perusahaan seperti arus kas di masa depan dan kebijakan-kebijakan strategis perusahaan. Lain halnya dengan investor individu yang mayoritas hanya mengandalkan data-data publik seperti laporan tahunan dan berita-berita baru yang dirilis. Sehingga bisa dipahami jika investor institusional dapat memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen karena kemampuan mereka untuk memonitoring melalui pengalaman dalam menganalisis data-data perusahaan dan kekuatan dana yang besar yang diinvestasikan di dalam perusahaan sehingga dapat mempengaruhi keputusan manajemen dalam hal ini kebijakan pembayaran dividen.

Salah satunya penelitian yang dilakukan oleh Short et al. (2002) yang menginvestigasi hubungan antara kebijakan dividen dengan kepemilikan institusional. Dimana hasil yang diperoleh adalah adanya hubungan positif antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional.

Selain itu hasil penelitian yang dilakukan Ullah, Fida & Khan (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional di perusahaan berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dimana kepemilikan institusional merupakan investor besar yang memiliki dana yang besar untuk diinvestasikan seperti bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi, dana pensiun, dan lain-lain. Sehingga dengan adanya kepemilikan institusional yang besar, perusahaan akan cenderung untuk menjaga agar institusi ini tetap menanamkan modal mereka dengan memberikan sinyal yang positif salah satunya dengan pembayaran dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Thanatawee (2013) pada perusahaan-perusahaan di Thailand juga menunjukkan bahwa makin besar kepemilikan institusional di perusahaan, maka makin besar keinginan perusahaan untuk membayar dividen yang lebih tinggi. Hal ini dikarenakan dengan adanya kepemilikan institusional maka dapat mengontrol kesempatan manajer dalam menggunakan *free cash flow* perusahaan untuk membiayai proyek yang tidak menguntungkan. Dengan dapat dikontrolnya penggunaan *free cash flow* perusahaan tersebut, ketersediaan dana untuk dibayarkan dalam bentuk dividen akan meningkat. Sehingga hal ini akan berpengaruh pada kebijakan pembayaran dividen yang lebih tinggi.

Dari penjelasan diatas tersebut maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

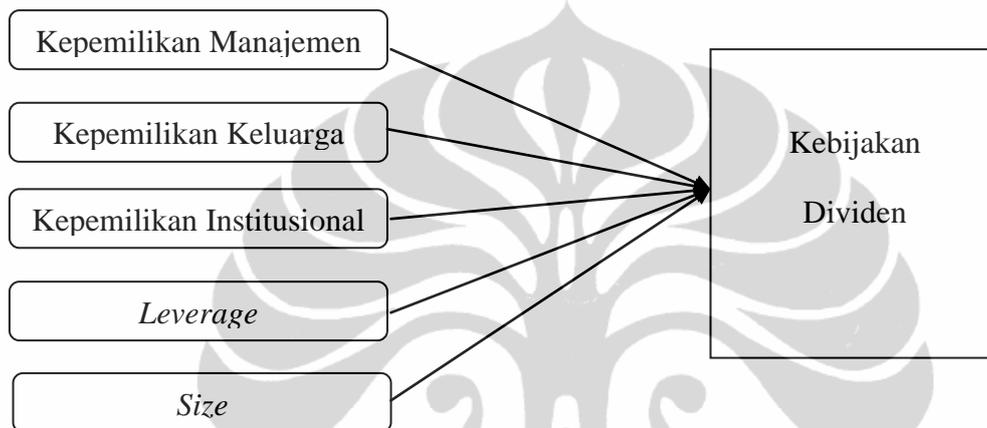
**Hipotesis 3 : Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen**

## BAB 3

### METODOLOGI PENELITIAN

#### 3.1. Kerangka Pemikiran

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris hubungan struktur kepemilikan perusahaan terhadap kebijakan dividen. Proksi struktur kepemilikan yang dipakai dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajemen, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan institusional.



**Gambar 3.1. Kerangka Pemikiran**

#### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu berupa data laporan keuangan dan laporan tahunan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2009 sampai dengan 2012. Data sekunder tersebut diperoleh dari situs resmi BEI di [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), data *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), *Datastream* Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia (PDBE-FEUI), dan situs internet resmi perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan yang dijadikan sampel.

#### 3.3. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini merupakan keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Perusahaan perbankan dikecualikan karena memiliki peraturan tersendiri dalam hal kepemilikan saham yang dituangkan pada Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/8/PBI/2012 tentang Kepemilikan Saham Bank Umum.

Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu metode pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu berdasarkan pertimbangan peneliti.

Kriteria tersebut diantaranya adalah :

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI setelah 31 Desember 2008 dan masih terdaftar per 31 Desember 2012 dan belum pernah keluar dari daftar selama rentang periode tersebut, karena rentang periode yang digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2009 sampai dengan tahun 2012.
2. Perusahaan yang memiliki data-data keuangan yang dibutuhkan dalam penelitian ini.

**Tabel 3.1.**

**Ringkasan Prosedur Pemilihan Sampel**

No.	Kriteria Sampel	2009	2010	2011	2012	Total
1	Perusahaan yang listing di BEI selama 2009-2012	389	391	391	391	1562
2	Perusahaan Perbankan	(29)	(31)	(31)	(31)	(122)
3	Data Tidak Lengkap	(183)	(183)	(183)	(183)	(732)
<b>Total</b>		<b>177</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>177</b>	<b>708</b>

### 3.4. Operasionalisasi Variabel

Berikut ini adalah penjelasan mengenai variabel – variabel yang dipakai dalam penelitian ini, yaitu variabel terikat (*dependent variable*) dan variabel bebas (*independent variable*).

#### 3.4.1. Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini yaitu variabel rasio pembayaran dividen. Dalam penelitian ini, penulis akan menggunakan ukuran yang dipakai dalam penelitian Thanatawee (2013) yaitu dengan cara membagi dividen dengan laba bersih. Perhitungan proksi pembayaran dividen adalah sebagai berikut :

$$\text{DIV} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba Bersih}}$$

### 3.4.2. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

#### 3.4.2.1 Kepemilikan Manajemen

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ullah, Fida dan Khan (2012), kepemilikan manajemen diukur dari total persentase kepemilikan komisaris dan direksi yang tercatat dalam laporan keuangan. Pada penelitian ini, penulis juga menggunakan nilai tersebut sebagai cara untuk menilai besaran kepemilikan manajemen. Perhitungan proksi kepemilikan manajemen adalah sebagai berikut :

$$\text{MANJ} = \text{Total \% Kepemilikan Manajemen (Direksi \& Komisaris)}$$

#### 3.4.2.2 Kepemilikan Keluarga

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Arifin (2003), kepemilikan keluarga didefinisikan menjadi 4 pengukuran. Dalam penelitian ini, peneliti akan menggunakan salah satu definisi pengukuran kepemilikan keluarga yang terdapat di dalam penelitian Arifin (2003). Definisi pengukuran kepemilikan keluarga yang mendasari penelitian ini adalah keseluruhan individu dan perusahaan tercatat (non terbuka) , kecuali perusahaan asing, perusahaan publik, negara, institusi keuangan dan publik. Dikeluarkannya perusahaan asing dalam pengukuran ini untuk menghindari bahwa perusahaan tersebut meskipun tidak *go public* di Indonesia tetapi merupakan perusahaan publik di negara lain. Perhitungan proksi kepemilikan keluarga adalah sebagai berikut :

$$\text{FAM} = \text{Total \% Kepemilikan Individu} + \text{Total \% Kepemilikan Perusahaan Non Tbk}$$

#### 3.4.2.3 Kepemilikan Institusional

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Thanatawee (2013), kepemilikan institusi diukur dari jumlah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh bank, institusi keuangan, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan dana

pensiun. Hal serupa juga mendasari pengukuran yang dilakukan oleh Siregar (2005) yang menjelaskan kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun dan *investment banking*. Pada penelitian ini, penulis juga akan menggunakan kriteria tersebut sebagai cara untuk menilai besaran kepemilikan institusional. Perhitungan proksi kepemilikan institusional adalah sebagai berikut :

$$\text{INST} = \text{Total \% Kepemilikan Institusional}$$

### 3.4.3. Variabel Kontrol (*Control Variable*)

Variabel kontrol yang dipakai dalam penelitian ini adalah ukuran (*size*) perusahaan dan *leverage* perusahaan, penjelasannya adalah sebagai berikut:

#### 1. Ukuran (*Size*) Perusahaan

Perusahaan besar mempunyai akses yang lebih mudah dalam pendanaan dari pasar modal, sedangkan perusahaan kecil mempunyai akses yang terbatas terhadap pasar modal, sehingga perusahaan akan lebih mengandalkan penggunaan dana internal perusahaan. Oleh karena itu, dapat diperkirakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Al-Nawaiseh (2013) menemukan bahwa ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan diukur dengan log total aset perusahaan.

#### 2. *Leverage* Perusahaan

Ketika perusahaan memiliki hutang, maka perusahaan berkomitmen untuk mempunyai beban keuangan tetap sampai waktu yang ditentukan seperti mempunyai kewajiban atas bunga yang harus dibayarkan dan pembayaran cicilan pokok pinjaman kepada investor. Kegagalan dalam memenuhi kewajiban ini dapat membawa perusahaan untuk dilikuidasi. Untuk menghindari hal tersebut, maka perusahaan harus menjaga posisi likuiditas dan aliran kasnya sehingga akan berpengaruh pada ketersediaan dana untuk membayar dividen bagi para pemegang saham. Oleh karena itu diperkirakan *leverage* perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Al-Nawaiseh (2013) menemukan

bahwa *leverage* perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. *Leverage* diukur dengan nilai total hutang dibagi dengan total aset.

### 3.5. Model Penelitian

Berikut ini adalah penjelasan mengenai model yang akan dipakai dalam penelitian ini, yaitu :

**Model :**

$$DIV_{it} = a_0 + a_1MANJ_{it} + a_2FAM_{it} + a_3INST_{it} + a_4SIZE_{it} + a_5LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan :

DIV	= Rasio Pembayaran Dividen
MANJ	= Persentase Kepemilikan Manajemen
FAM	= Persentase Kepemilikan Keluarga
INST	= Persentase Kepemilikan Institusional
SIZE	= Log Total Aset
LEV	= Total Hutang dibagi Total Aset

### 3.6. Pengujian Statistik

Pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

#### 1. Uji Multikolinearitas

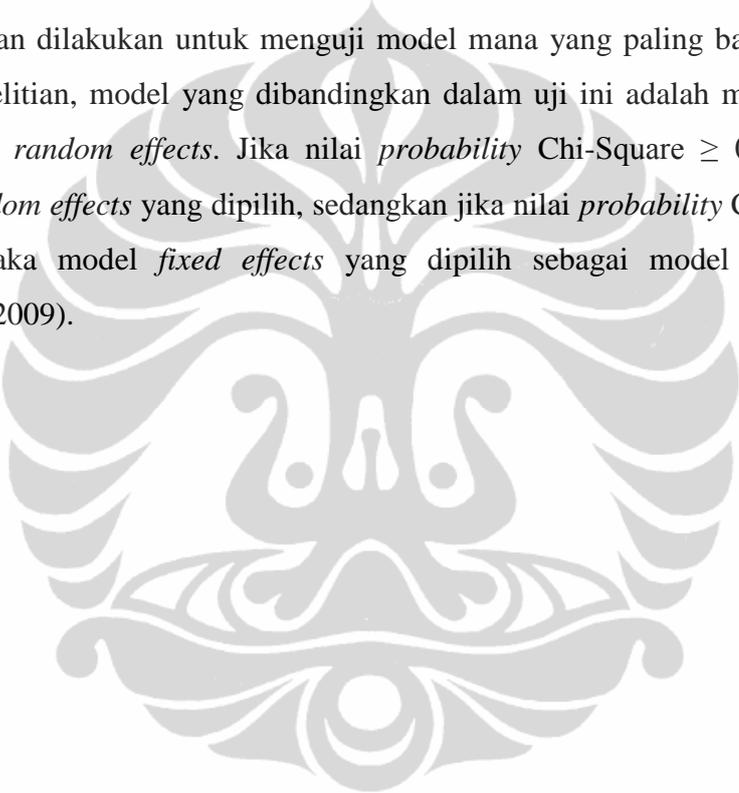
Multikolinearitas terjadi jika ada keterkaitan yang erat antar variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain. Model yang baik seharusnya tidak memiliki hubungan yang kuat antara variabel bebasnya. Untuk mendeteksi adanya ada tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi maka dapat dilihat dari koefisien korelasi dari masing-masing variabel independennya. Jika koefisien korelasi antara variabel independennya lebih besar dari 0.8 maka terjadi multikolinearitas.

## 2. Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk menguji model mana yang paling baik dipakai dalam penelitian, model yang dibandingkan dalam uji ini adalah model *common effects* dan *fixed effects*. Jika nilai *probability F*  $\geq 0.05$  maka model *common effects* yang paling baik digunakan, sedangkan jika nilai *probability F*  $< 0.05$  maka model *fixed effects* yang digunakan (Winarno, 2009).

## 3. Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk menguji model mana yang paling baik dipakai dalam penelitian, model yang dibandingkan dalam uji ini adalah model *fixed effects* dan *random effects*. Jika nilai *probability Chi-Square*  $\geq 0.05$  maka model *random effects* yang dipilih, sedangkan jika nilai *probability Chi-Square*  $< 0.05$  maka model *fixed effects* yang dipilih sebagai model penelitian (Winarno, 2009).



## BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

### 4.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif mengenai sampel pada penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.1. yang menyajikan data asli sebelum dilakukan winsorize, sedangkan data pada Tabel 4.2. merupakan data setelah dilakukan winsorize yang digunakan pada penelitian ini.

**Tabel 4.1.**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (Sebelum Winsorize)**

Variabel	n	Mean	Standar Deviasi	Max.	Median	Min.
DIV	708	0.3412	0.9409	20.6131	0.1747	0.0000
MANJ	708	0.0168	0.0724	0.7088	0.0000	0.0000
FAM	708	0.2105	0.2927	0.9867	0.0000	0.0000
INST	708	0.1251	0.2337	0.9810	0.0000	0.0000
LEV	708	0.0743	0.0976	0.4662	0.0580	-0.6499
SIZE	708	2.316.327.696.000	7006.6	111.369.000.000.000	2.204.716.005.615	10.264.798.800

Keterangan:  
**DIV** = Rasio Pembayaran Dividen; **MANJ** = Kepemilikan Manajemen; **FAM** = Kepemilikan Keluarga; **INST** = Kepemilikan Institusional; **LEV** = Total Hutang Dibagi Total Aset; **SIZE** = Ukuran Perusahaan

Sumber: Hasil Pengolahan E-Views 8.0

**Tabel 4.2.**  
**Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (Sesudah Winsorize)**

Variabel	n	Mean	Standar Deviasi	Max.	Median	Min.
DIV	708	0.3055	0.4753	3.1630	0.1747	0.0000
MANJ	708	0.0120	0.0428	0.2340	0.0000	0.0000
FAM	708	0.2105	0.2927	0.9867	0.0000	0.0000
INST	708	0.1227	0.2259	0.8260	0.0000	0.0000
LEV	708	0.0753	0.0874	0.3670	0.0580	-0.2180
SIZE	708	2.320.598.462.000	6981.6	111.369.000.000.000	2.204.716.005.615	18.310.491.410

Keterangan:  
**DIV** = Rasio Pembayaran Dividen; **MANJ** = Kepemilikan Manajemen; **FAM** = Kepemilikan Keluarga; **INST** = Kepemilikan Institusional; **LEV** = Total Hutang Dibagi Total Aset; **SIZE** = Ukuran Perusahaan

Sumber: Hasil Pengolahan E-Views 8.0

Proses winsorize dilakukan dengan cara merubah nilai-nilai yang melebihi angka ambang batas atas dan angka ambang batas bawah, sesuai dengan angka outlier atas ( $\text{mean} + (3 \times \text{standar deviasi})$ ) dan outlier bawah ( $\text{mean} - (3 \times \text{standar deviasi})$ ).

Berdasarkan Tabel 4.1. dapat terlihat bahwa nilai rata-rata pembagian dividen perusahaan dibandingkan laba bersih pada sampel adalah 0,3412 atau 34,12%, hal ini dapat menggambarkan kondisi perusahaan di Indonesia yang masih menggunakan dividen sebagai bentuk pertanggungjawaban perusahaan terhadap investasi yang dilakukan oleh para investor. Nilai maksimum pembayaran dividen adalah sebesar 20,6131 atau 2061% dimana berarti pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan lebih besar dibandingkan dengan laba bersih yang diperoleh oleh perusahaan pada tahun tersebut. Nilai tertinggi pembayaran dividen dilakukan oleh PT. Kabelindo Murni Tbk. tahun 2012. Sedangkan untuk nilai terendah pembayaran dividen adalah 0% atau berarti tidak melakukan pembayaran dividen sama sekali.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2. dapat terlihat bahwa nilai rata-rata pembagian dividen perusahaan dibandingkan laba bersih menjadi sebesar 0,3055 atau 30,55%. Nilai tertinggi pembayaran dividen menjadi 3,1630 atau 316%. Sedangkan nilai terendah pembayaran dividen adalah 0%.

Berdasarkan Tabel 4.1. nilai rata-rata kepemilikan manajemen pada perusahaan di Indonesia selama rentang waktu tahun 2009 sampai dengan tahun 2012 adalah sebesar 0,0168 atau 1,68% dengan kepemilikan manajemen tertinggi mencapai 0,7088 atau 70,88% yaitu pada perusahaan PT. Bayan Resources Tbk. pada tahun 2009. Sedangkan untuk kepemilikan manajemen terendah adalah sebesar 0% karena tidak semua perusahaan memiliki kepemilikan manajemen.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2. dapat terlihat bahwa nilai rata-rata kepemilikan manajemen menjadi sebesar 0,0120 atau 1,20% dengan kepemilikan manajemen tertinggi menjadi sebesar 0,2340 atau 23,40%. Sedangkan kepemilikan manajemen terendah adalah sebesar 0%.

Berdasarkan Tabel 4.1. mayoritas kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia dimiliki oleh perusahaan-perusahaan keluarga. Hal ini dapat terlihat dari rata-rata kepemilikan keluarga selama kurun waktu tahun 2009 sampai dengan 2012 adalah sebesar 0,2105 atau 21,05%. Persentase ini paling besar dibandingkan dengan rata-rata kepemilikan manajemen serta kepemilikan institusional yang dibahas pada penelitian ini. Kepemilikan keluarga tertinggi mencapai angka 0,9867 atau 98,67% yang berarti ada kepemilikan perusahaan terbuka yang benar-benar dikendalikan oleh keluarga, perusahaan tersebut adalah PT. Sorini Agro Asia Corporindo Tbk. tahun 2011. Sedangkan untuk kepemilikan keluarga terendah adalah sebesar 0% karena tidak semua perusahaan memiliki kepemilikan keluarga.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2. dapat terlihat bahwa nilai rata-rata kepemilikan keluarga adalah sebesar 0,2105 atau 21,05% dengan kepemilikan keluarga tertinggi adalah sebesar 0,9867 atau 98,67%. Sedangkan kepemilikan keluarga terendah adalah sebesar 0%.

Berdasarkan Tabel 4.1. kepemilikan institusional memiliki rata-rata sebesar 0,1251 atau 12,51% dalam kepemilikan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Dengan nilai tertinggi kepemilikan institusional adalah sebesar 0,9810 atau 98,10% yaitu pada perusahaan PT. Asuransi Jasa Tania Tbk. pada tahun 2009 sampai dengan tahun 2012. Hal ini menandakan ada perusahaan-perusahaan di Indonesia yang benar-benar dikendalikan oleh kepemilikan institusional, sehingga kepemilikan institusional cukup berperan besar dalam menentukan arah-arah kebijakan suatu perusahaan di Indonesia. Sedangkan untuk kepemilikan institusional terendah adalah sebesar 0% karena tidak semua perusahaan memiliki kepemilikan institusional.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2. dapat terlihat bahwa nilai rata-rata kepemilikan institusional menjadi sebesar 0,1227 atau 12,27% dengan kepemilikan institusional tertinggi menjadi sebesar 0,8260 atau 82,60%. Sedangkan kepemilikan institusional terendah adalah sebesar 0%.

Berdasarkan Tabel 4.1. rata-rata *leverage* pada perusahaan-perusahaan di Indonesia dalam kurun waktu 2009-2012 adalah sebesar 0,0743 atau 7,43% yang berarti kemampuan perusahaan dalam membayar hutang masih baik. Nilai tertinggi

*leverage* perusahaan adalah sebesar 0,4662 atau 46,62%. Hasil ini merupakan rasio yang harus diwaspadai karena rasio *leverage* yang sudah cukup tinggi, rasio ini dimiliki oleh PT. Resource Alam Indonesia Tbk. pada tahun 2011. Sedangkan nilai terendah *leverage* perusahaan adalah sebesar 0%.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2 dapat terlihat bahwa nilai rata-rata *leverage* menjadi sebesar 0,0753 atau 7,53% dengan nilai tertinggi *leverage* perusahaan menjadi sebesar 0,3670 atau 36,7%. Sedangkan nilai terendah *leverage* perusahaan adalah sebesar -0,2180 atau -21,8%.

Berdasarkan Tabel 4.1. ukuran perusahaan pada penelitian ini dinilai dari seberapa besar aset yang dimiliki oleh perusahaan. Selama kurun waktu tahun 2009 sampai dengan 2012, nilai rata-rata ukuran perusahaan-perusahaan di Indonesia adalah sebesar 2.316.327.696.000 dengan nilai tertinggi adalah 111.369.000.000.000 yaitu pada perusahaan PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk pada tahun 2012. Sedangkan nilai terendah adalah sebesar 10.264.798.800 yaitu pada perusahaan PT. J Resources Asia Pasifik Tbk pada tahun 2011.

Setelah data diwinsorize pada Tabel 4.2 dapat terlihat bahwa nilai rata-rata ukuran perusahaan menjadi sebesar 2.320.598.462.000 dengan nilai tertinggi adalah 111.369.000.000.000. Sedangkan nilai terendah menjadi sebesar 18.310.491.410. Nilai *size* yang diwinsorize adalah nilai yang telah dilog.

## 4.2 Uji Multikolinearitas

Permasalahan multikolinearitas dapat diuji dengan menggunakan *correlation matrix*, hasil pengujiannya dapat dilihat pada Tabel 4.3.

**Tabel 4.3.**

### **Hasil *Correlation Matrix* Antar Variabel Independen**

	MANJ	FAM	INST	LEV	SIZE
MANJ	1.000000	0.020971	-0.014659	-0.072698	-0.183541
FAM	0.020971	1.000000	-0.147803	-0.078216	-0.160635
INST	-0.014659	-0.147803	1.000000	-0.071234	-0.122581
LEV	-0.072698	-0.078216	-0.071234	1.000000	0.106993
SIZE	-0.183541	-0.160635	-0.122581	0.106993	1.000000

Sumber : Hasil Pengolahan Eviews 8.0

Universitas Indonesia

Dari hasil Tabel 4.3. dapat dilihat bahwa tidak terdapat hubungan antara variabel bebas dengan nilai lebih dari 0,8. Menurut Gujarati (2009) data dapat dikatakan teridentifikasi multikolinearitas apabila koefisien korelasi antar variabel independen lebih dari satu atau sama dengan 0,8. Sehingga dapat disimpulkan dari tabel diatas bahwa antara variabel bebas tidak terdapat multikolinearitas.

### 4.3 Uji Spesifikasi Model

Penggunaan struktur data panel membutuhkan uji spesifikasi terlebih dahulu. Uji spesifikasi ini akan menentukan model yang sesuai diantara pilihan ketiga model yang ada. Model-model pada uji spesifikasi ini adalah *common effects*, *fixed effects*, dan *random effects*.

#### 4.3.1 Uji Chow

Uji Chow dilakukan untuk menentukan model mana yang lebih baik digunakan antara model *common effects* dengan model *fixed effects*. Dalam uji ini akan dibuat hipotesis sebagai berikut :

Ho : model *common effects*

H<sub>1</sub> : model *fixed effects*

Berdasarkan hasil uji chow dapat dilihat bahwa jika nilai *probability F*  $\geq$  0,05 maka Ho diterima atau model *common effects* yang digunakan. Sedangkan jika nilai *probability F*  $<$  0,05 maka Ho ditolak atau model *fixed effects* digunakan dan dilanjutkan dengan uji hausman. Dari hasil pengujian chow pada Lampiran 1 dihasilkan nilai *probability F* adalah sebesar 0.0023 yang berarti  $F < 0,05$  sehingga model *fixed effects* yang digunakan.

#### 4.3.2 Uji Hausman

Uji Hausman dilakukan untuk menentukan model mana yang lebih baik digunakan antara model *fixed effects* dengan model *random effects*. Dalam uji ini akan dibuat hipotesis sebagai berikut :

Ho : model *random effects*( *p-value*  $\geq$  0,05)

H<sub>1</sub> : model *fixed effects*

Dari hasil uji hausman pada Lampiran 1 terlihat bahwa nilai *probability* pada *test cross section random* memperlihatkan angka 0,0000 yang berarti signifikan dengan tingkat signifikansi 99% dan menggunakan distribusi chi-square (Gujarati, 2003). Sehingga berdasarkan hasil dari uji hausman dimana nilai *probability* < 0,05, maka Ho ditolak. Kesimpulan dari pengujian-pengujian yang telah dilakukan, maka model yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *fixed effects*.

#### 4.4 Hasil Regresi dan Hipotesis Penelitian

##### 4.4.1 Pengujian Kepemilikan Manajemen, Kepemilikan Keluarga dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil Uji Chow dan Uji Hausman, maka diperoleh Model *Fixed Effects* untuk digunakan dalam penelitian ini. Hasil pengujian dapat dilihat pada Tabel 4.4.

**Tabel 4.4**  
**Hasil Regresi Menggunakan Model *Fixed Effects***

$DIV_{it} = a_0 + a_1MANJ_{it} + a_2FAM_{it} + a_3INST_{it} + a_4SIZE_{it} + a_5LEV_{it} + \varepsilon_{it}$			
Variabel	Estimasi	Koef	Prob
MANJ	-	-2,520574	0,06725*
FAM	-	-0,446847	0,01425**
INST	+	-0,014166	0,46970
LEV	-	-0,935562	0,01145***
SIZE	+	3,33E-05	0,00080***
C	?	-3,611910	0,00280***
<i>R-squared</i>	0,333827		
<i>Adjusted R-squared</i>	0,104593		
<i>F-statistic</i>	1,456270		
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000709		
Keterangan:			
<b>DIV</b> = Rasio Pembayaran Dividen; <b>MANJ</b> = Kepemilikan Manajemen; <b>FAM</b> = Kepemilikan Keluarga; <b>INST</b> = Kepemilikan Institusional; <b>LEV</b> = Total Hutang Dibagi Total Aset; <b>SIZE</b> = Ukuran Perusahaan			
***, **, * menotasikan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10%.			

Hasil pengujian Tabel 4.4. menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajemen (MANJ) mempunyai hubungan negatif dengan tingkat signifikansi 10% terhadap tingkat pembayaran dividen, yang ditunjukkan dengan koefisien sebesar -2,520574 dan probabilitas sebesar 0,06725. Hal ini berarti kepemilikan manajemen pada suatu perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hal ini membuktikan dugaan bahwa dengan naiknya kepemilikan manajemen dalam perusahaan akan menyesuaikan kepentingan manajemen yang sekaligus menjadi pemegang saham untuk menggunakan *free cash flow* perusahaan dalam usaha memaksimalkan perusahaan yang nantinya diharapkan dapat memperoleh keuntungan jangka panjang di masa mendatang dibandingkan dengan keuntungan jangka pendek dividen.

Oleh karena itu, maka hasil penelitian ini mendukung hipotesis 1, yaitu kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan Ullah, Fida & Khan (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajemen di perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan.

Hasil pengujian Tabel 4.4. menunjukkan bahwa variabel kepemilikan keluarga (FAM) mempunyai hubungan negatif dengan tingkat signifikansi sebesar 5% terhadap tingkat pembayaran dividen, hal ini ditunjukkan dengan koefisien sebesar -0,446847 dan probabilitas sebesar 0,01425. Hal ini berarti kepemilikan keluarga pada suatu perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hal ini membuktikan dugaan bahwa perusahaan yang dimiliki keluarga memiliki kemungkinan mengangkat manajemen yang masih memiliki hubungan kekeluargaan, sehingga dapat menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham keluarga, walaupun merugikan kepentingan pemegang saham minoritas. Salah satunya adalah praktek *tunneling* laba atau tindakan menginvestasikan kelebihan dana perusahaan ke dalam proyek-proyek perusahaan yang masih berafiliasi dengan keluarga mereka, menyebabkan dana yang tersedia untuk digunakan dalam pembayaran dividen menjadi berkurang.

Oleh karena itu, maka hasil penelitian ini mendukung hipotesis 2, yaitu kepemilikan keluarga berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan Aguenau, Farooq & Di (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga di perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan.

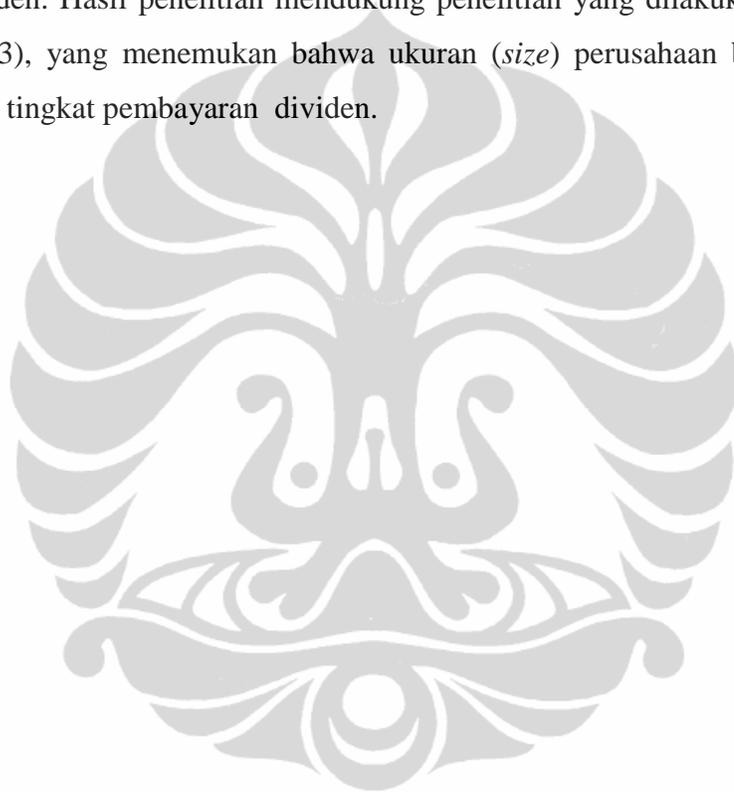
Hasil pengujian Tabel 4.4. menunjukkan variabel kepemilikan institusional (INST) tidak berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan. Hubungan tersebut dapat dilihat dari probabilitas sebesar 0,46970. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak dapat mengontrol manajer dalam menggunakan *free cash flow* perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena rata-rata kepemilikan institusional yang masih rendah, sehingga belum dapat mempengaruhi tingkat pembayaran dividen yang tinggi. Melalui hasil statistik deskriptif sampel penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (INST) perusahaan-perusahaan di Indonesia berada pada rata-rata angka 12,27 %. Oleh karena itu, maka hasil penelitian ini belum mendukung hipotesis 3, yaitu kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.

#### **4.4.2 Variabel Kontrol Kebijakan Dividen**

Hasil pengujian Tabel 4.4. menunjukkan *leverage* perusahaan mempunyai koefisien sebesar -0,935562 dengan tingkat probabilitas 0,01145. Hal ini menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan berpengaruh negatif dengan tingkat signifikansi 5% terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan. Hal ini kemungkinan disebabkan bahwa perusahaan yang menggunakan *free cash flow* untuk membayar pokok pinjaman dan bunga, sehingga berpengaruh pada ketersediaan dana untuk membayar dividen bagi para pemegang saham. Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan oleh Al-Nawaiseh (2013), yang menemukan bahwa *leverage* perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat pembayaran dividen.

Hasil pengujian Tabel 4.4. menunjukkan *size* perusahaan mempunyai koefisien sebesar 3,33E-05 dengan tingkat probabilitas 0,00080. Hal ini menunjukkan bahwa *size* perusahaan berpengaruh positif dengan tingkat signifikansi

1% terhadap tingkat pembayaran dividen. Hasil ini dimungkinkan karena perusahaan yang besar memiliki kemampuan untuk membayar dividen dimana perusahaan besar mempunyai akses yang lebih mudah dalam pendanaan dari pasar modal, sedangkan perusahaan kecil mempunyai akses yang terbatas terhadap pasar modal. Perusahaan kecil akan lebih berkonsentrasi dengan ketersediaan dana internal perusahaan yang hal ini akan berpengaruh pada ketersediaan *free cash flow* perusahaan untuk membayar dividen. Hasil penelitian mendukung penelitian yang dilakukan oleh Al-Nawaiseh (2013), yang menemukan bahwa ukuran (*size*) perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.



## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Kepemilikan pada penelitian ini didefinisikan menjadi 3 klasifikasi kepemilikan yaitu kepemilikan manajemen, kepemilikan keluarga dan kepemilikan institusional. Yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terus terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2009-2012 kecuali perusahaan perbankan. Berdasarkan hasil pengujian yang sudah dilakukan, diperoleh berbagai kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajemen memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan. Dengan naiknya kepemilikan manajemen diharapkan dapat menyesuaikan kepentingan antara manajemen (agen) dan pemegang saham. Dalam penggunaan *free cash flow* perusahaan, manajemen akan cenderung menggunakannya dalam usaha untuk memaksimalkan perusahaan yang nantinya diharapkan dapat memperoleh keuntungan jangka panjang dibandingkan memperoleh keuntungan jangka pendek berupa dividen.
2. Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan. Dengan naiknya kepemilikan keluarga dapat memberikan kesempatan untuk melakukan tindakan *tunneling* laba yaitu tindakan menginvestasikan kelebihan dana perusahaan atau *free cash flow* ke dalam proyek-proyek perusahaan yang masih berafiliasi dengan keluarga mereka, sehingga pemegang saham mayoritas dalam hal ini keluarga mendapatkan sumber keuntungan yang lain yang tidak didapatkan pemegang saham minoritas. Kemungkinan lainnya adalah manajemen dari perusahaan tersebut berasal dari keluarga sendiri, sehingga dapat menyelaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham keluarga, walaupun dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas.

3. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen perusahaan. Hal ini dimungkinkan dilihat dari rata-rata kepemilikan institusional yang masih rendah dalam penelitian ini yaitu 12,27%, sehingga belum dapat mempengaruhi tingkat pembayaran dividen yang tinggi pada perusahaan.
4. Variabel kontrol *leverage* pada penelitian ini memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen. Hal ini kemungkinan disebabkan bahwa perusahaan menggunakan *free cash flow* untuk membayar pokok pinjaman dan bunga, sehingga berpengaruh pada ketersediaan dana untuk membayar dividen bagi para pemegang saham, sehingga tingkat *leverage* yang tinggi berpengaruh kepada tingkat pembayaran dividen yang rendah.
5. Variabel kontrol *size* pada penelitian ini memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen. Hal ini dimungkinkan karena perusahaan yang besar memiliki kemampuan untuk membayar dividen dimana perusahaan besar mempunyai akses yang lebih mudah dalam pendanaan dari pasar modal, sedangkan perusahaan kecil mempunyai akses yang terbatas terhadap pasar modal. Perusahaan kecil akan lebih berkonsentrasi dengan ketersediaan dana internal perusahaan yang hal ini akan berpengaruh pada ketersediaan *free cash flow* perusahaan untuk membayar dividen.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian dan Saran

Penelitian ini tidak terlepas dari adanya keterbatasan. Penulis mengharapkan penelitian selanjutnya mampu meminimalisir segala keterbatasan yang ada. Berikut ini adalah keterbatasan dan saran untuk meminimalisir keterbatasan tersebut.

1. Di dalam pengukuran kepemilikan keluarga kemungkinan terdapat bias antara kepemilikan manajemen dan kepemilikan keluarga. Karena biasanya sebagian besar manajemen juga berasal dari keluarga itu sendiri. Ulupui (2009) dalam penelitiannya menemukan bahwa 88% perusahaan publik yang dimiliki oleh keluarga menempatkan keluarganya pada posisi direksi dan komisaris.

Sehingga kedepannya kepemilikan manajemen yang berasal dari keluarga yang juga mempunyai kepemilikan saham di perusahaan, dapat disatukan klasifikasinya menjadi kepemilikan keluarga, agar tidak terjadi bias di dalam dua kategori tersebut.



## DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., Mirza, H.H., 2010. *Ownership structure and cash flow as determinants of corporate dividend policy in Pakistan. Journal of International Business Research* Vol.3, No. 3, 210-221.
- Aguenaou, S., Farooq, O., Di, H., 2013. *Dividend policy and ownership structure : evidence from the Casablanca Stock Exchange. GSTF International Journal on Business Review (GBR)* Vol.2, No.4, 116-121.
- Al-Gharaibeh, M., Zurigat, Z., Al-Harashseh, K., 2013. *The effect of ownership structure on dividend policy in Jordanian Companies. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* Vol.4, No.9, 769-796.
- Al-Nawaiseh, M., 2013. *Dividend policy and ownership structure : an applied study on industrial companies in Amman Stock Exchange. Journal of Management Research* Vol.5, No.2, 83-106.
- Ariefianto, M.D., 2012. *Ekonometrika esensi dan aplikasi dengan menggunakan eviews*. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Arifin, Z., 2003. *Masalah agensi dan mekanisme kontrol pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi yang dikontrol keluarga : bukti dari perusahaan publik di Indonesia*. Disertasi Pascasarjana FEUI.
- Azzam, I., 2010. *The impact of institutional ownership and dividend policy on stock returns and volatility : evidence from Egypt. International Journal of Business* 15(4), 444-458.
- Bokpin, G.A., 2011. *Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. Journal of Applied Accounting Research* Vol.12, No.1, 61-73.
- Gujarati, D.N., Porter, D.C., 2009. *Basic Econometrics. McGraw Hill International Edition*.

- Jensen, M.C., Meckling, W.H., 1976. *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 1999. *Corporate ownership around the world. Journal of Finance* 54, 471-517.
- Nachrowi, D.N., Usman, H., 2006. Pendekatan populer dan praktis ekonometrika untuk analisis ekonomi dan keuangan. Jakarta: Lembaga Penerbit FEUI.
- Peraturan Bank Indonesia Nomor 14/8/PBI/2012 Tentang Kepemilikan Saham Bank Umum.
- Siregar, S.V., Utama, Sidharta., 2008. *Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. The International Journal of Accounting.*
- Thanatawee, Y., 2013. *Ownership structure and dividend policy : evidence from Thailand. International Journal of Economics and Finance* Vol.5, No.1.
- The OECD *Principles of Corporate Governance.*, 2004. [www.oecd.org](http://www.oecd.org).
- Ullah, H., Fida, A., Khan, S., 2012. *The impact of ownership structure on dividend policy evidence from emerging markets KSE-100 Index Pakistan. International Journal of Business and Social Science* Vol.3, No.9.
- Ulupui, I.G.K, 2009. *Pengaruh struktur kepemilikan, praktik governance terhadap kompensasi direksi, komisaris dan dampak eksekusi kompensasi terhadap kinerja perusahaan.* Unpublished doctoral dissertation. Program Pascasarjana Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia. Depok.
- Undang-Undang Republik Indonesia No.40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas.

Warrad, L., Abed, S., Khriasat, O., Al-Sheikh, I., 2012. *The effect of ownership structure on dividend payout policy : evidence from Jordanian Context. International Journal of Economics and Finance* Vol.4, No.2, 187-195.

Widyastuti, I., 2012. Analisis pengaruh kepemilikan keluarga, kepemilikan institusional, dan siklus hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen. Jakarta : Program Studi Magister Akuntansi FEUI.



## LAMPIRAN 1

## OUTPUT PENELITIAN

- Uji Chow

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: Untitled  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	1.402386	(176,526)	0.0023
Cross-section Chi-square	272.399346	176	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: DIV

Method: Panel Least Squares

Date: 06/25/14 Time: 18:24

Sample: 2009 2012

Periods included: 4

Cross-sections included: 177

Total panel (balanced) observations: 708

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
MANJ	-0.078194	0.422817	-0.184937	0.8533
FAM	-0.002440	0.062534	-0.039015	0.9689
INST	-0.143383	0.080621	-1.778487	0.0758
LEV	0.610389	0.205422	2.971388	0.0031
SIZE	2.37E-06	2.66E-06	0.892825	0.3723
C	-0.014926	0.333761	-0.044719	0.9643

R-squared	0.021233	Mean dependent var	0.305526
Adjusted R-squared	0.014261	S.D. dependent var	0.475332
S.E. of regression	0.471931	Akaike info criterion	1.344470
Sum squared resid	156.3485	Schwarz criterion	1.383135
Log likelihood	-469.9423	Hannan-Quinn criter.	1.359408
F-statistic	3.045733	Durbin-Watson stat	2.038410
Prob(F-statistic)	0.009952		

- **Uji Hausman**

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	31.968237	5	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
MANJ	-2.520574	-0.115925	2.627736	0.1380
FAM	-0.446847	-0.012738	0.037064	0.0241
INST	-0.014166	-0.144589	0.027599	0.4324
LEV	-0.935562	0.527792	0.122827	0.0000
SIZE	0.000033	0.000003	0.000000	0.0025

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DIV

Method: Panel Least Squares

Date: 06/25/14 Time: 18:26

Sample: 2009 2012

Periods included: 4

Cross-sections included: 177

Total panel (balanced) observations: 708

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.611910	1.297240	-2.784303	0.0056
MANJ	-2.520574	1.681546	-1.498963	0.1345
FAM	-0.446847	0.203460	-2.196240	0.0285
INST	-0.014166	0.186176	-0.076090	0.9394
LEV	-0.935562	0.409887	-2.282486	0.0229
SIZE	3.33E-05	1.05E-05	3.171093	0.0016

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.333827	Mean dependent var	0.305526
Adjusted R-squared	0.104593	S.D. dependent var	0.475332
S.E. of regression	0.449788	Akaike info criterion	1.456900
Sum squared resid	106.4146	Schwarz criterion	2.629732
Log likelihood	-333.7426	Hannan-Quinn criter.	1.910030
F-statistic	1.456270	Durbin-Watson stat	2.618817
Prob(F-statistic)	0.000709		