



UNIVERSITAS INDONESIA

**ANALISIS PENGARUH HAMBATAN PENDANAAN
EKSTERNAL TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN PADA
PERUSAHAAN YANG MEMILIKI *AGENCY PROBLEM***

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister
Manajemen**

**DESYRA SUKMA DEWANTHI
0906621161**

**FAKULTAS EKONOMI
PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
KEKHUSUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
JAKARTA
JANUARI 2011**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

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

Nama : Desyra Sukma Dewanthi

NPM : 0906621161

Tanda Tangan : 

Tanggal : Januari 2011

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh:

Nama : Desyra Sukma Dewanthi
NPM : 0906621161
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Pengaruh Hambatan Pendanaan Eksternal
Terhadap Kebijakan Dividen Apabila Terdapat *Agency
Problem*

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian dari persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada Program Studi Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

DEWAN PENGUJI

Pembimbing : Dr. Ancella Anitawati Hermawan (

Penguji : Dr. Muhammad Muslich (

Penguji : Imo Gandakusuma, MBA (

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : Januari 2011

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah, puji syukur yang sedalam-dalamnya penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Ada pun tujuan dari penulisan tesis adalah untuk memenuhi syarat untuk memperoleh gelar Magister Manajemen pada program Magister Manajemen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia. Sehubungan dengan selesainya karya akhir tersebut, penulis menyampaikan penghargaan dan ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Ibu Dr. Ancella Anitawati Hermawan selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan waktu, pikiran, dan tenaga untuk membimbing saya dalam penelitian ini.
2. Bapak Prof. Rhenald Kasali, PhD selaku ketua program Magister Manajemen FEUI.
3. Bapak Dr. Bambang Wiharto selaku dosen konsultasi metodologi penelitian.
4. Bapak Edgar Ekaputra M.M, selaku mentor yang senantiasa memberikan semangat dan motivasi selama masa perkuliahan berlangsung.
5. Bapak Dr Muhammad Muslich dan Bapak Imo Gandakusuma, MBA selaku dewan penguji yang telah memberikan saran dan masukkan yang membangun bagi penelitian ini.
6. Seluruh staf pengajar Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah bersedia untuk berbagi pengetahuan dan pengalamannya kepada penulis.
7. Seluruh staf pegawai Magister Manajemen Universitas Indonesia yang telah memberikan banyak bantuan selama masa perkuliahan dan penyusunan tesis ini.
8. Papa dan Mama yang telah memberikan kasih sayang, semangat, dan dukungan kesempatan bagi penulis untuk mencapai jenjang pendidikan yang lebih tinggi.

9. Astrini Wulandari, adikku yang selalu mendukung dengan memberikan kritik dan saran
10. Teman-teman FEUI'04, terima kasih atas segala bantuan dalam mendukung penyelesaian karya akhir ini.
11. Seluruh anggota A091 yang telah meramaikan suasana kuliah selama 1,5 tahun ini, dan seluruh teman-teman MMUI!

Akhir kata, penulis berharap Allah SWT berkenan membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Penulis berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi banyak pihak.

Jakarta, Januari 2011

Penulis

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

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

Nama : Desyra Sukma Dewanthi
NPM : 0906621161
Program Studi : Magister Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Jenis Karya : Tesis

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

Analisis Pengaruh Hambatan Pendanaan Eksternal Terhadap Kebijakan Deviden Apabila Terdapat *Agency Problem*

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini, Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/memformat, mengelola dalam bentuk pusat data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya tanpa meminta izin dari saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/ pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta

Pada tanggal: Januari 2011

Yang menyatakan


(Desyra Sukma Dewanthi)

ABSTRAK

Nama : Desyra Sukma Dewanthi
Program Studi : Magister Manajemen
Judul : Analisis Pengaruh Hambatan Pendanaan Eksternal Terhadap Kebijakan Dividen Apabila Terdapat *Agency Problem*

Tujuan dari tesis ini adalah untuk menganalisis kebijakan deviden suatu perusahaan jika terdapat *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal dalam perusahaan tersebut. *Agency problem* merupakan salah satu faktor yang dapat mempengaruhi besarnya jumlah deviden yang akan dibayarkan perusahaan, karena untuk mengurangi adanya *agency problem*, perusahaan biasanya membayarkan deviden dalam jumlah yang lebih besar. Namun, adanya hambatan pendanaan eksternal dapat juga mempengaruhi kebijakan deviden perusahaan. Perusahaan yang memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal, cenderung untuk membayarkan deviden dalam jumlah yang lebih sedikit agar dapat meningkatkan kemampuan pendanaan internal. Penelitian ini menggunakan model regresi berganda dan 120 sampel diambil dari perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2009. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki *agency problem* akan membayarkan deviden yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya. Penelitian ini juga menemukan bahwa adanya hambatan pendanaan eksternal akan membuat perusahaan yang memiliki *agency problem* menurunkan jumlah deviden yang akan dibayarkan.

Kata Kunci :
Kebijakan deviden, *Agency problem*, Hambatan pendanaan eksternal.

ABSTRACT

Name : Desyra Sukma Dewanthi
Study Program : Master of Management
Title : Analysis The Effect of External Financing Constraints toward Dividend Payout Policy if Agency Problem Exist

The objective from this paper is to analyze the dividend payout policy when a firm has both agency problems and external financing constraints. Agency problems were assumed have strong effect on dividend payout ratio. This is because company who has agency problem, tend to pay higher payout ratio to reduce the occurrence of agency problem. However, the occurrence of external financing constraints could also affecting company's dividend payout policy. Company who has external financing constraints tend to pay lower payout ratio to increase the ability of its internal financing, eventhough there is agency problems inside the company. This research is using multiple regression model and 120 samples which took from companies listed in BEI on 2009. The result from this research shows that the company who has agency problem will pay higher amount of dividend compare to other companies who do not have agency problem inside. This research also shows that external financing constraints are also affecting the company who has agency problem to reduce its payout ratio and pay less dividend, eventhough there is agency problem inside the company.

Keywords:

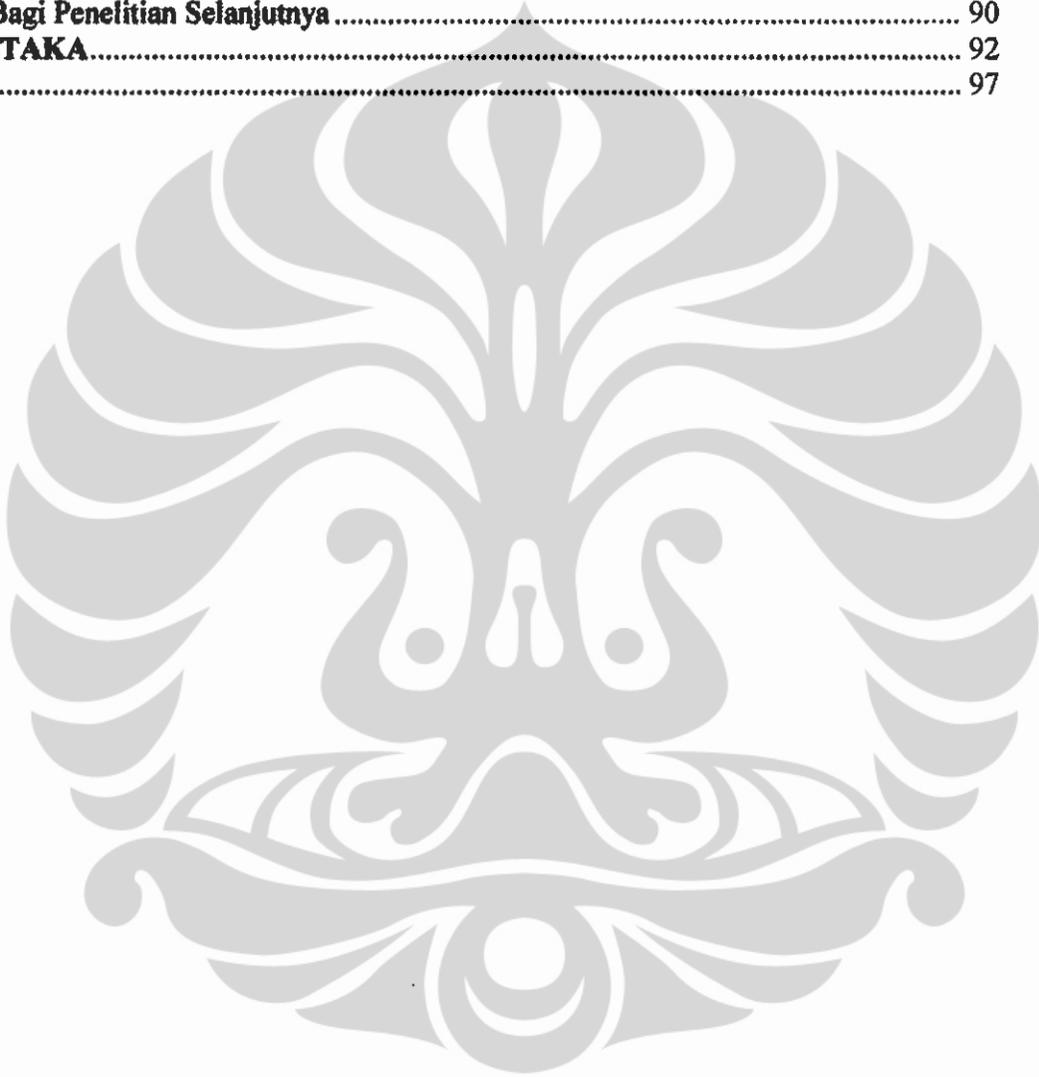
Dividend payout policy, Agency problems, External financing constraints

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
LEMBAR PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR RUMUS	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
BAB 1 PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Perumusan Masalah	4
1.3 Tujuan Penelitian	5
1.5 Manfaat Penelitian	5
1.6 Sistematika Penulisan.....	6
BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA	8
2.1 <i>Agency Theory</i>	8
2.1.1 <i>Agency Problems</i>	9
2.1.1.1 Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flow</i>).....	12
2.1.1.2 Kepemilikan oleh Keluarga.....	16
2.1.2 <i>Agency Cost</i>	17
2.2 Struktur Pendanaan Perusahaan	20
2.2.1 <i>External Financing Constraints</i>	22
2.3 Kebijakan Deviden (<i>Dividend Policy</i>)	24
2.3.1 <i>Dividend Payout Ratio</i>	29
2.4 Pengaruh <i>Agency Problem</i> terhadap Kebijakan Deviden (<i>Dividend Policy</i>)	30
2.5 Pengaruh <i>Agency Problem</i> terhadap Kebijakan Deviden (<i>Dividend Policy</i>) perusahaan dalam Situasi terdapat Hambatan Pendanaan Eksternal	32
2.6 Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Deviden	33
2.7 Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Deviden	34
2.8 Pengaruh Peluang Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth Opportunity</i>) terhadap Kebijakan Deviden	35
2.9 Kerangka Pemikiran.....	36
2.10 Pengembangan Hipotesis	38
BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN	39
3.1 Model Penelitian	39
3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian	42
3.2.1 Variabel Dependen: Rasio pembayaran deviden perusahaan (<i>dividend payout ratio</i>).....	43
3.2.2 Variabel Independen	43

3.2.2.1	<i>Agency Problem</i>	43
3.2.3	Variabel Moderasi	45
3.2.3.1	Hambatan Pendanaan Eksternal (<i>External Financing Constraints</i>)	45
3.2.4	Variabel Kontrol	47
3.2.4.1	<i>Leverage</i>	47
3.2.4.2	Profitabilitas	48
3.2.4.3	Peluang Pertumbuhan (<i>growth opportunity</i>) Perusahaan	49
3.3	Pengujian Empiris	50
3.3.1	Statistik Deskriptif	50
3.3.2	Analisis Regresi	51
3.3.3	Pengujian Model	52
3.3.3.1	Uji Normalitas	52
3.3.3.2	Uji Asumsi Klasik – Kriteria Pengujian Ekonometrika	53
a).	Uji Multikolinieritas	53
b).	Uji Heterokedastisitas	54
c).	Uji Autokorelasi	54
3.3.3.3	Uji Asumsi Klasik – Kriteria Pengujian Statistik	55
3.3.3.3.1	Uji <i>Goodness of Fit</i> (R^2)	55
3.3.3.3.2	Uji Global (Uji- <i>F</i>)	56
3.3.3.3.3	Uji Signifikansi Parsial (Uji- <i>t</i>)	56
3.4	Populasi dan Sampel	56
3.5	Pengumpulan Data	57
BAB 4	ANALISIS DAN PEMBAHASAN	58
4.1	Deskriptif Sampel Penelitian	58
4.2	Statistik Deskriptif	59
4.3	Hasil Uji Asumsi Klasik	62
4.3.1	Uji Normalitas	63
4.3.2	Uji Multikolinieritas	65
4.3.3	Uji Heterokedastisitas	67
4.3.4	Uji Autokorelasi	69
4.3.5	Uji F Statistik	70
4.3.6	Uji <i>Goodness of Fit Model</i> (<i>Adjusted R Square</i>)	71
4.4	Analisis Hasil Pengujian Hipotesis	75
4.4.1	Pengaruh <i>Agency Problem</i> terhadap Kebijakan Deviden	75
4.4.2	Pengaruh <i>Agency Problem</i> terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan dalam Situasi terdapat Hambatan Pendanaan Eksternal	77
4.4.2.1	Ukuran (<i>size</i>) Perusahaan sebagai <i>Proxy</i> dari Hambatan Pendanaan Eksternal	77
4.4.2.2	Umur (<i>age</i>) Perusahaan sebagai <i>Proxy</i> dari Hambatan Pendanaan Eksternal	79
4.5	Analisis Pengaruh Variabel Kontrol terhadap Kebijakan Deviden Perusahaan	81
4.5.1	Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Deviden	82
4.5.2	Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Deviden	83
4.5.3	Pengaruh Peluang Pertumbuhan Perusahaan (<i>Growth Opportunity</i>) terhadap Kebijakan Deviden	84

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN	86
5.1 Kesimpulan	86
5.2 Keterbatasan Penelitian	88
5.3 Saran.....	89
5.3.1 Bagi Peneliti dan Akademisi.....	89
5.3.2 Bagi Investor	89
5.3.3 Bagi Perusahaan.....	90
5.3.4 Bagi Penelitian Selanjutnya	90
DAFTAR PUSTAKA.....	92
LAMPIRAN	97



DAFTAR TABEL

Tabel 4.1 Prosedur Pemilihan Sampel.....	58
Tabel 4.2 Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri.....	59
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif.....	60
Tabel 4.4 Hasil Uji Normalitas.....	64
Tabel 4.5 Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance (Aliran Kas Bebas).....	65
Tabel 4.6 Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance (Ukuran Perusahaan).....	66
Tabel 4.7 Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance (Umur Perusahaan).....	67
Tabel 4.8 Hasil Uji Heterokedastisitas (Aliran Kas Bebas).....	68
Tabel 4.9 Hasil Uji Heterokedastisitas (Ukuran Perusahaan).....	68
Tabel 4.10 Hasil Uji Heterokedastisitas (Umur Perusahaan).....	69
Tabel 4.11 Hasil Regresi Model Penelitian (Aliran Kas Bebas).....	72
Tabel 4.12 Hasil Regresi Model Penelitian (Ukuran Perusahaan).....	73
Tabel 4.13 Hasil Regresi Model Penelitian (Umur Perusahaan).....	74



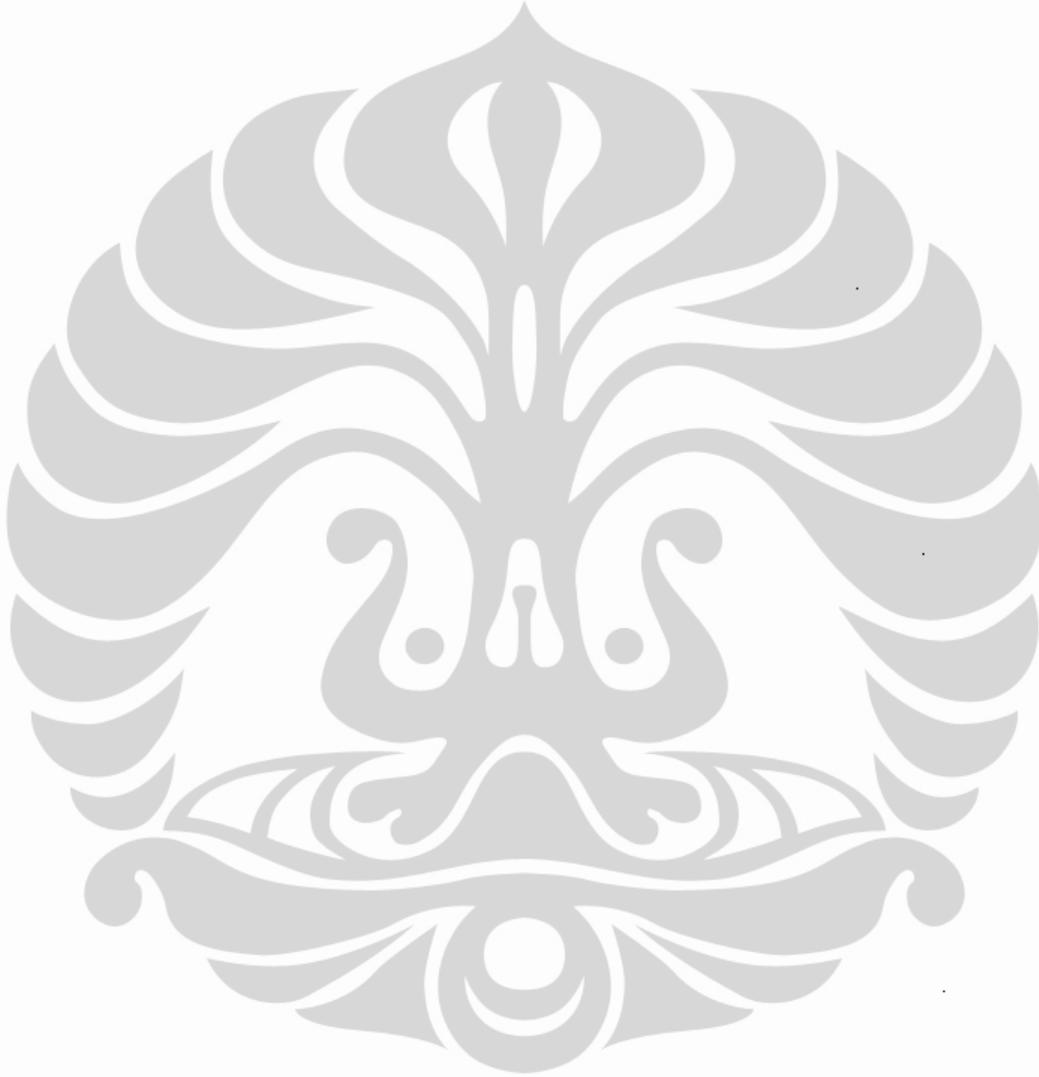
DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran.....	37
Gambar 4.1 Hasil Uji Normalitas (Normal P-Plot)	63



DAFTAR RUMUS

Rumus 2.1 *Dividend Payout Ratio* 29



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Nama Perusahaan Sampel yang Masuk dalam Kategori <i>Non-Family Business</i>	97
--	----



BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Sebelum memutuskan untuk melakukan investasi atau penanaman modal dalam suatu perusahaan, investor harus melakukan evaluasi terlebih dahulu terhadap perusahaan tersebut. Evaluasi atau analisis tersebut dapat dilakukan secara fundamental maupun teknikal (Schwager, 1992). Evaluasi ini bertujuan untuk melihat kondisi keuangan perusahaan secara fundamental, apakah perusahaan tersebut memiliki kondisi keuangan yang sehat atau tidak, apakah perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat pengembalian sesuai dengan yang diharapkan investor atau tidak (Lastari, 2004).

Dalam melakukan evaluasi terhadap perusahaan, investor membutuhkan informasi yang berkaitan dengan kondisi perusahaan tersebut. Salah satunya adalah informasi mengenai kebijakan dividen. *Dividend policy* atau kebijakan dividen merupakan salah satu faktor penting yang harus diberikan perhatian lebih dari pihak manajemen. Karena kebijakan dividen merupakan salah satu faktor penentu investor tertarik untuk berinvestasi di suatu perusahaan atau tidak. Dividen seringkali digunakan sebagai indikator atau sinyal prospek suatu perusahaan (Ross, 2009). Kebijakan pembagian dividen antar perusahaan tentunya saling berbeda, dan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan.

Agency problem ini timbul ketika keinginan para pemegang saham dan jajaran direksi maupun pihak manajemen tidak selaras dan pada akhirnya menimbulkan konflik kepentingan (Bailey, 2010). Dalam perusahaan publik, terdapat berbagai macam individu yang memiliki kepentingan dan keinginan yang berbeda-beda dalam mencapai tujuan perusahaan.

Pihak manajer dan eksekutif yang bertugas menjalankan *day-to-day basis*, para pemegang saham yang memiliki kepemilikan dalam perusahaan, dan jajaran direksi yang mengontrol seluruh pengembangan bisnis perusahaan tentunya saling memiliki pikiran dan ide yang berbeda dalam menjalankan perusahaan. Oleh karena itu, dengan adanya kepentingan dan keinginan yang berbeda-beda tersebut antara pihak-pihak di dalam perusahaan, maka *agency problem* cenderung timbul ketika konflik kepentingan tersebut terjadi (Bailey, 2010).

Beberapa alternatif yang bisa digunakan untuk mengatasi *agency problem* adalah dengan memberikan insentif seperti bonus dan *stock option*, melakukan monitoring seperti adanya pengawasan dari *Board of Directors*, dan melakukan pengekangan diri (*bonding*) seperti meningkatkan jumlah dividen dan meningkatkan jumlah hutang (Jensen dan Meckling, 1976). Mekanisme pengurangan *free cash flow* juga dapat digunakan untuk mengatasi *agency problem* (Jensen, 1986). Mekanisme ini bertujuan agar dana yang dapat disalahgunakan manajer dapat dibatasi sehingga masalah ini juga menjadi kecil.

Pengurangan *free cash flow* ini dapat dilakukan dengan cara meningkatkan distribusi kas kepada pemegang saham baik lewat dividen maupun pembelian kembali saham dan juga dengan cara meningkatkan jumlah hutang. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *agency problem*, pada umumnya akan membayarkan dividen lebih tinggi sehingga jumlah *free cash flow* yang tersisa akan lebih sedikit dan mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Sesuai pendapat Zwiebel (1996) bahwa dengan membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham, maka dapat menekan adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan. Namun, dengan semakin besarnya dividen yang akan dibayarkan akan memperbesar juga ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal apabila perusahaan tersebut tidak memiliki dana yang cukup untuk membayarkan semua dividen tersebut (Rozeff, 1982).

Selain *agency problem*, terdapat faktor lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan pembagian dividen perusahaan, yaitu hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*). Hambatan pendanaan eksternal ini merupakan hal-hal yang menghambat suatu perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari luar. Salah satu penyebab adanya hambatan pendanaan eksternal ini adalah adanya *asymmetric information* (Chae, Kim, dan Lee, 2009). Semakin besar hambatan pendanaan eksternal yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dan semakin besar juga biaya pinjaman yang harus dibayar perusahaan (Chae *et al.*, 2009).

Oleh karena itu, jika suatu perusahaan ingin meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan, harus terlebih dahulu melihat kondisi hambatan pendanaan eksternal mereka. Apabila tingkat hambatan pendanaan eksternal-nya rendah, maka perusahaan tersebut masih dapat melakukan pinjaman, dan menggunakan dana tersebut untuk menambahkan jumlah dividen yang dibayar. Jika keadaannya terbalik, maka perusahaan sebaiknya tidak perlu menambah jumlah dividen yang dibayarkan, melainkan mengurangi jumlahnya (Chae *et al.*, 2009).

Manajemen harus cermat dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diterapkan dalam perusahaan. Karena pembayaran dividen ini akan menghasilkan dua efek yang saling bertolak belakang, yaitu dengan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan maka hal ini dapat mengurangi *agency problem* yang terjadi dengan mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk bermain curang dengan dana perusahaan dan hal ini merupakan satu hal yang positif. Di sisi lain, peningkatan jumlah dividen yang akan dibayarkan ini akan meningkatkan pula jumlah pinjaman yang akan dilakukan perusahaan kepada pihak luar, sehingga biaya pinjaman perusahaan pun akan meningkat dan hal ini merupakan satu hal yang negatif (Chae *et al.*, 2009). Oleh karena itu, perusahaan harus sangat cermat dalam memutuskan

kebijakan dividen yang paling optimal mengingat akan adanya dua efek yang saling bertolak belakang tersebut.

Penelitian ini akan membahas pengaruh dari adanya *agency problem* didalam perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan tersebut, yang kemudian juga akan dipengaruhi oleh faktor lain yaitu hambatan pendanaan eksternal. Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan faktor *agency problem* dan juga hambatan pendanaan eksternal dalam menentukan kebijakan dividen

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan pada latar belakang, permasalahan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah perusahaan yang memiliki *agency problem* akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar untuk mengatasi adanya *agency problem* dalam perusahaan ?
2. Apakah adanya hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan yang memiliki *agency problem*?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis apakah perusahaan yang memiliki *agency problem*, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar untuk mengatasi adanya *agency problem* tersebut.
2. Untuk menganalisis apakah adanya hambatan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan yang memiliki *agency problem*, akan mempengaruhi kebijakan dividen dari perusahaan tersebut.

1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian yang diharapkan dari penelitian ini adalah :

a. Bagi Peneliti dan Akademisi

Hasil penelitian ini diharapkan dapat berguna sebagai bahan masukan bagi ilmu pengetahuan, khususnya pengetahuan tentang pengaruh dari adanya *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan dividen dalam suatu perusahaan.

Disamping itu, bisa juga sebagai penambah kepustakaan di bidang keuangan, dapat memberikan manfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan, dan dapat dijadikan pedoman dalam penelitian selanjutnya apabila ingin menambah faktor tata kelola perusahaan yang baik untuk melihat pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan jika terdapat *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal dalam perusahaan tersebut.

b. Bagi Investor

Hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan panduan dalam pengambilan keputusan penanaman modal mereka di suatu perusahaan dengan mempertimbangkan faktor-faktor *agency problem* kemudian hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan dividen suatu perusahaan.

c. Bagi Perusahaan

Hasil penelitian ini dapat dijadikan bahan masukan bagi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen yang sesuai dengan harapan investor, dengan mempertimbangkan masalah keagenan dan hambatan pendanaan eksternal dalam perusahaan. Hal ini ditujukan agar investor lebih tertarik untuk menanamkan modal di perusahaan tersebut.

1.5 Sistematika Penulisan

Penelitian ini terdiri dari lima bab yang terdiri dari beberapa sub bab yang dapat diuraikan secara singkat dan jelas sebagai berikut:

Bab 1 Pendahuluan

Bab ini terdiri dari latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab 2 Tinjauan Pustaka

Bab ini berisi tinjauan pustaka dan landasan teori dari variabel- variabel yang diteliti yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*dividend policy*) suatu perusahaan, yaitu adanya *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan. Kemudian, keterkaitan antara kedua variabel tersebut dengan kebijakan dividen

Universitas Indonesia

perusahaan juga akan dibahas lebih lanjut. Bab ini bertujuan untuk memberikan gambaran umum mengenai isi keseluruhan dari penelitian ini.

Bab 3 Metodologi Penelitian

Bab ini berisi mengenai rancangan penelitian, variabel dan pengukuran yang digunakan untuk mengukur variabel-variabel dalam penelitian ini, teknik pengumpulan data serta metode yang akan digunakan dalam pengolahan data.

Bab 4 Analisis dan Pembahasan

Bab ini merupakan bagian dalam penelitian yang berisi mengenai analisa dan pembahasan dari penelitian yang dilakukan. Bab ini berisi deskripsi dari obyek penelitian yang merupakan gambaran umum mengenai obyek penelitian serta menganalisis hasil dan implikasi penelitian ini.

Bab 5 Kesimpulan dan Saran

Bab ini mencakup kesimpulan mengenai hasil penelitian yang telah dilakukan pada penelitian ini, implikasi manajerial dan keterbatasan penelitian yang berisi mengenai kelonggaran dari penelitian ini yang mungkin dapat diperbaiki dalam penelitian selanjutnya. Bagian yang paling akhir dalam penelitian ini adalah mengenai saran- saran yang dapat dijadikan masukan dalam penelitian selanjutnya.

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Agency Theory*

Agency theory merupakan suatu teori yang menjelaskan mengenai hubungan antara prinsipal, seperti pemegang saham, dengan agen perusahaan yaitu pihak manajemen. Dalam hubungan ini, prinsipal mendelegasikan agen untuk melakukan performa yang dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Namun tidak selamanya agen bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham untuk memaksimalkan *value* mereka. *Agency theory* ini berusaha untuk mengatasi dua masalah yang timbul antara pemegang saham dengan manajemen, yaitu tujuan yang ingin dicapai saling bertolak belakang dikenal dengan sebutan *agency Problem*, dan tingkat toleransi yang berbeda terhadap suatu risiko (Eisenhardt, 1989). Investopedia (2010) memaparkan bahwa *agency theory* merupakan suatu *term* yang sangat akademik. Karena didalamnya meliputi segala biaya untuk menyelesaikan konflik yang terjadi antara prinsipal dengan agen dan berusaha untuk mensejajarkan keinginan dari kedua grup tersebut.

Permasalahan utama yang mendasari *agency theory* ini adalah hubungan antara prinsipal dengan agen yang masing-masing memiliki tujuan dan toleransi terhadap risiko yang berbeda-beda, seperti masalah kompensasi, regulasi, kepemimpinan, kesan manajemen, *whistle-blowing*, hubungan integrasi vertikal, dan *transfer pricing* (Eisenhardt, 1989). Jensen dan Meckling (1976) juga memaparkan *agency theory* sebagai adanya perbedaan keinginan/tujuan antara jajaran manajer dengan pemilik perusahaan. Oleh karena itu, struktur tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*) diperlukan untuk memastikan bahwa manajemen melakukan kegiatan yang selaras dengan keinginan pemegang saham untuk mencapai tujuan.

2.1.1 Agency Problem

Hubungan yang terjadi antara pihak-pihak pada suatu perusahaan, menimbulkan *agency relationship* yaitu hubungan antara prinsipal dan agen (Wibowo, 2010). Dalam hubungan ini, sering muncul yang namanya *agency problem* antara kedua pihak tersebut. *Agency problem* ini timbul karena seorang agen mempunyai wewenang pengambilan keputusan yang mempengaruhi kesejahteraan prinsipal. Selain itu, *agency problem* juga muncul ketika pemegang saham (prinsipal) mempekerjakan manajer (agen) untuk membuat keputusan yang terbaik dan sesuai dengan keinginan pemegang saham. *Agency problem* tidak hanya terjadi antara pemegang saham dengan manajemen saja. Terdapat tiga tipe *agency problem* yang telah menjadi fokus pada penelitian-penelitian sebelumnya, yaitu konflik kepentingan antara pemegang saham dengan manajer (Jensen, 1986), konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali atau mayoritas dengan pemegang saham minoritas (La Porta *et al.*, 2000), dan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency problem yang biasa terjadi dalam perusahaan adalah konflik kepentingan antara manajer perusahaan dengan para pemegang saham. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* negatif. *Overinvestment* semacam ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu aliran kas bebas untuk menghindari pengawasan yang berhubungan dengan penambahan modal dari luar perusahaan. Padahal dana semacam ini seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk peningkatan jumlah dividen atau pembelian kembali saham perusahaan (Rosdini, 2009).

Beberapa literatur menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas (*cash holdings*) berlebih, akan mengarah pada terjadinya *agency problem*. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai jumlah kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Brailford dan Yeoh (2004) mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas merupakan perusahaan yang beroperasi dengan aliran kas yang tinggi, namun pada lingkungan yang pertumbuhannya lambat. Dalam beberapa studi sebelumnya, untuk mengatasi terjadinya *agency problem* terkait dengan adanya aliran kas bebas, maka perusahaan dapat melakukan peningkatan *leverage*, pembelian saham kembali perusahaan, membayarkan kas dividen, aktivitas pengambilalihan, dan *leveraged buyout activity* (Faleye, 2004).

Konflik kepentingan antara pemegang saham pengendali (mayoritas) dengan pemegang saham minoritas dapat terjadi ketika situasi perusahaan sedang mengalami tekanan keuangan. Karena pada situasi ini biasanya pemegang saham mayoritas akan sangat melindungi kepentingan mereka di atas kepentingan pihak lainnya terutama pemegang saham minoritas (Kim dan Lee, 2003). Johnson *et al.* (2000) menjelaskan bahwa pemegang saham mayoritas cenderung untuk lebih mementingkan kepentingannya ketimbang kepentingan pemegang saham minoritas ketika *return on investment* perusahaan menurun dan perusahaan tengah mengalami tekanan keuangan. *Agency problem* tipe ini banyak terjadi di Amerika Serikat mengingat begitu terbarnya kepemilikan saham seorang investor di negara tersebut.

Konflik kepentingan antara pemegang saham (*shareholders*) dan pemegang obligasi (*bondholders*) juga menjadi salah satu tipe dari *agency problem*, dan hal ini dapat menjadi masalah yang serius pada saat perusahaan mengalami tekanan keuangan. Ketika terjadi kondisi ekonomi yang tidak baik maka tingkat pengembalian investasi yang diharapkan akan menurun. Oleh karena itu, masalah *overinvestment* akan menjadi hal yang serius karena pada saat kondisi krisis ekonomi

seperti ini maka kesempatan investasi yang baik akan menjadi jarang ditemui (Kim dan Lee, 2003).

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa *agency problem* akan meningkat ketika keinginan dari pihak manajemen perusahaan tidak selaras dengan keinginan para pemegang saham, terutama apabila para manajer tidak memiliki jumlah kepemilikan yang besar di dalam perusahaan karena keinginan atau tujuan yang ingin dicapai pemegang saham mayoritas akan mendominasi. Demikian pula ketika kepemilikan pemegang saham mayoritas bertambah, oleh karena itu sebaiknya keinginan antara pemegang saham mayoritas maupun minoritas selaras.

Namun, kepemilikan manajer maupun pemegang saham mayoritas yang terlalu terkonsentrasi juga memiliki dampak yang tidak baik. Yaitu dapat membuat nilai perusahaan (*firm value*) menjadi berkurang yang disebabkan oleh meningkatnya kemungkinan pihak manajemen untuk melakukan kecurangan atau penyalahgunaan aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan (Morek *et al.*, 1988; Ang *et al.*, 2000, dalam Kim dan Lee, 2003). Oleh karena itu, diperkirakan bahwa akan terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan manajer maupun pemegang saham terhadap performa perusahaan apabila level kepemilikannya rendah dan sebaliknya (hubungan yang negatif) apabila level kepemilikannya tinggi (Kim dan Lee, 2003).

Sesuai pembahasan sebelumnya, banyak dikatakan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas berlebih, akan memiliki kemungkinan terjadinya *agency problem* dalam perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan oleh Kim dan Lee (2003), bahwa salah satu *proxy* atau pendekatan untuk menentukan tingkatan kemungkinan terjadinya *agency problem* dalam suatu perusahaan, dapat dilihat dari aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki.

2.1.1.1 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Agency problem timbul ketika terjadi konflik kepentingan antara manajer perusahaan dengan para pemegang saham. Beberapa literatur yang ada mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang berlebih, akan menimbulkan *agency problem* dalam perusahaan tersebut. Jensen (1986) mengidentifikasi aliran kas bebas sebagai salah satu sumber timbulnya *agency problem*. Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah aliran kas yang merupakan sisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Aliran kas bebas inilah yang sering menimbulkan adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajer).

Pemegang saham tentunya menginginkan aliran kas bebas ini untuk dibayarkan sebagai dividen, namun di sisi lain manajer berharap bahwa kas ini dapat diinvestasikan ke dalam proyek baru. Hal ini didasari karena manajer berpikiran bahwa dengan meningkatkan *payout* kepada para pemegang saham, maka akan mengurangi sumber daya dibawah penguasaan mereka yang kemudian mengurangi cakupan kekuasaan (*power*) mereka juga (Rahman dan Saleh, 2006).

Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer cenderung untuk menginvestasikan aliran kas bebas yang ada ke dalam proyek baru karena mereka memiliki kesempatan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan melalui proyek investasi tersebut. Jika proyek ini berhasil dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan, maka kekuasaan manajer atas sumber daya yang berada dibawah pengawasan mereka juga semakin meningkat. Jensen (1986) juga menyimpulkan bahwa perubahan dalam kompensasi yang akan diterima manajer berhubungan positif dengan pertumbuhan penjualan perusahaan.

Smith dan Kim (1994) menyatakan bahwa ketika terdapat aliran kas bebas dalam perusahaan, maka manajer cenderung untuk menyalahgunakan dana tersebut dengan cara menghamburkannya maupun menginvestasikan dalam proyek yang menghasilkan pengembalian yang kecil. Aliran kas bebas merupakan kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditure* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. Chung *et al.* (2005) menjelaskan bahwa situasi yang dijelaskan oleh Smith dan Kim dapat menimbulkan kebahagiaan secara personal bagi manajer maupun membawa keuntungan dari segi keuangan (*personal reward*), dan hal ini lah yang meningkatkan timbulnya *agency problem* dalam perusahaan.

Jensen (1986) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah *free cash flow* yang berlebih memungkinkan perusahaan mengalami *agency problem* yang lebih besar, hal ini terkait dengan hubungan negatif antara *free cash flow* dan performa perusahaan. Sebagai tambahan, Maloney *et al.* (1993) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pinjaman yang tinggi biasanya memiliki performa yang lebih baik. Hal ini sesuai dengan teori *free cash flow* lainnya yang mengatakan bahwa dengan melakukan pinjaman akan mengurangi adanya *agency problem* antara pemegang saham dengan manajer dan akan membuat pengambilan keputusan manajer semakin baik. Chae *et al.* (2009) juga menyatakan bahwa dengan adanya aliran kas bebas yang berlebih dalam suatu perusahaan, cenderung membuat para manajer menggunakan kas tersebut untuk kepentingan mereka sendiri. Oleh karena itu, para pemegang saham lebih memilih perusahaan untuk membayarkan dividen dalam jumlah yang lebih besar ketika terdapat aliran kas berlebih dalam perusahaan.

Tidak adanya *monitoring* yang efektif dari para pemegang saham menyebabkan manajer perusahaan yang memiliki aliran kas bebas berlebih dan tingkat pertumbuhan yang rendah untuk menginvestasikan kas tersebut ke dalam proyek investasi yang memiliki *net present value* negatif (Gul, 2001). Perilaku

manajer seperti ini dikenal dengan istilah masalah *overinvestment* dan dapat menimbulkan *agency problem* yang disebabkan adanya aliran kas bebas berlebih dalam perusahaan.

Aliran kas bebas ini dapat digunakan perusahaan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan, pembayaran hutang, serta pembayaran dividen kepada pemegang saham (Rosdini, 2009). Sehingga, beberapa cara untuk mencegah adanya penyalahgunaan kas oleh manajer yang disarankan dalam beberapa literatur sebelumnya adalah meningkatkan *leverage*, pembelian saham kembali, membayar kas dividen, dan melakukan aktivitas *takeover*.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi terdapat dua cara untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham, yaitu *monitoring* yang dilakukan pemegang saham, serta manajer sendiri yang melakukan pembatasan atas tindakan-tindakan yang dilakukan (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut akan mengurangi kesempatan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan akan meningkat sedangkan pada sisi yang lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga akan mengurangi nilai perusahaan. Biaya ini dikenal dengan sebutan *agency cost*.

Arifin (2005) menyebutkan beberapa mekanisme *monitoring* untuk mengurangi *agency problem*. Berikut adalah mekanisme-mekanisme kontrol yang dapat dipakai untuk mengurangi *agency problem*, yaitu pembentukan dewan komisaris, pasar *corporate control* (diambil alih/*takeover*), pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi, dan pasar manajer. Selain itu, mekanisme kontrol dapat juga dilakukan dengan peningkatan kepemilikan manajer.

Terdapat juga mekanisme kontrol dengan *bonding*. Jensen (1986) melihat *agency problem* dari sudut tersedianya dana lebih yang dapat disalahgunakan oleh manajer dan untuk kegiatan “konsumtif”. Dana tersebut adalah *free cash flow* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Adanya *free cash flow* ini dapat memicu timbulnya *agency problem*, sehingga untuk mengantisipasi timbulnya masalah ini maka *free cash flow* harus dikurangi terlebih dahulu. Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa mereka telah melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan kesempatan untuk melakukan kecurangan (*fraud*) atau penyimpangan dengan cara memperkecil dana yang dapat disalahgunakan yaitu *free cash flow* tersebut.

Mekanisme *bonding* pertama adalah dengan cara meningkatkan hutang. Semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membayar bunga dan angsuran. Dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan (Jensen, 1986). Jensen dan Meckling (1976) juga menyarankan memakai peningkatan hutang untuk mengurangi *agency problem* meskipun dengan alasan yang berbeda, yaitu agar *outside equity* tidak bertambah sehinggalah konflik antara pemegang saham dan manajemen tidak meningkat. Terdapat hubungan yang positif antara jumlah hutang dengan nilai perusahaan (Harris dan Raviv, 1991). Dalam konteks *agency problem*, hasil korelasi positif antara jumlah hutang dan nilai perusahaan disimpulkan sebagai adanya pengurangan pada *agency problem* ketika hutang perusahaan meningkat.

Mekanisme *bonding* yang kedua adalah dengan cara meningkatkan dividen yang diterima para pemegang saham. Disamping meningkatkan hutang, *free cash flow* juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar, sehingga dana yang

tersisa di perusahaan menjadi berkurang (Arifin, 2005). Kemudian, Rozeff (1982) juga menyarankan peningkatan dividen untuk mengatasi *agency problem* karena meningkatnya dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan meminjam dana eksternal sehingga perusahaan akan sering dimonitor oleh investor baru.

2.1.1.2 Kepemilikan Oleh Keluarga

Indonesia merupakan salah satu negara berkembang yang masih memiliki dominan kepemilikan saham oleh keluarga di perusahaan. Fama dan Jensen (1983) menyatakan bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga, akan lebih efisien karena memiliki biaya pengawasan atau *monitoring* yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan yang dimiliki publik.

Sesuai dengan definisi yang digunakan oleh Arifin (2003) dalam Wibowo (2010) bahwa perusahaan dengan kepemilikan keluarga didefinisikan sebagai perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh individu yang namanya tercantum dalam laporan keuangan sebesar > 5%, tidak dimiliki oleh pemerintah, lembaga keuangan atau masyarakat (individu yang kepemilikannya tidak tercantum dalam laporan keuangan). Villalonga dan Amit (2004) mendefinisikan *term* keluarga dalam kepemilikan keluarga sebagai individu atau sekumpulan orang yang menjadi pemegang saham terbesar (non-institusi) dalam suatu perusahaan baik melalui akuisisi maupun kepemilikan saham dalam jumlah besar.

Menurut Arifin (2003) perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga memiliki tingkatan *agency problem* yang lebih sedikit karena terdapat konflik yang lebih sedikit antara prinsipal dengan agen. Namun biasanya *agency problem* yang timbul adalah konflik kepentingan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Fama dan Jensen (1983) juga menjelaskan bahwa dengan adanya pengawasan keluarga dapat mengurangi munculnya *agency problem* diantara

pemegang saham dengan manajer. Di Amerika Serikat, perusahaan keluarga cenderung memiliki nilai perusahaan dan keuntungan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan bukan keluarga (Anderson dan Reeb, 2003 dalam Maury, 2006). Hal ini disebabkan karena banyak dari beberapa perusahaan di Amerika memiliki CEO yang berasal dari satu keluarga dengan pemilik perusahaan (Villalonga dan Amit, 2004).

Hasil studi yang dilakukan oleh Arifin (2005) menunjukkan bahwa perusahaan publik di Indonesia yang dikendalikan oleh keluarga atau negara atau institusi keuangan, akan memiliki *agency problem* yang lebih baik jika dibandingkan perusahaan yang dikontrol oleh publik atau tanpa pengendali utama. Menurutnya, dalam perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga, *agency problem* akan lebih kecil karena berkurangnya konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen.

Berdasarkan studi yang dilakukan oleh Villalonga dan Amit (2004) disimpulkan bahwa perusahaan yang diawasi dan dikontrol secara penuh oleh keluarga, memiliki nilai Tobin's q dan *return on assets* yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang tidak dikontrol dan diawasi oleh keluarga. Sehingga, dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan keluarga dapat mengurangi timbulnya *agency problem* antara manajer dengan pemegang saham.

2.1.2 Agency Cost

Manajemen perusahaan pada dasarnya memiliki kepentingan ganda, yaitu untuk memaksimalkan kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan. Manajemen akan selalu mencari cara agar dapat menyelaraskan kedua tujuan tersebut. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang dikenal dengan istilah *agency problem* akan mempengaruhi kedua belah pihak untuk memaksimalkan kepentingan dan kesejahteraannya masing-masing (Widagdo, 2010). Konflik antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajemen) ini terjadi karena

kemungkinan agen tidak selalu melakukan hal-hal yang sesuai dengan keinginan serta kepentingan prinsipal, sehingga memicu adanya *agency cost*. Karina (2006) dalam Widagdo (2010) mendefinisikan *agency cost* sebagai biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengurangi adanya *agency problem* dalam perusahaan yang meliputi pengeluaran atau biaya untuk *monitoring*, *bonding*, dan *residual loss*.

Agency cost ini dapat bersifat langsung (*direct*) maupun tidak langsung (*indirect*) (Ross, 2009). *Agency cost* yang bersifat langsung ini memiliki dua bentuk, bentuk yang pertama adalah pengeluaran perusahaan (*corporate expenditure*) yang menguntungkan bagi pihak manajemen namun merugikan bagi pihak pemegang saham. Contohnya adalah pembelian pesawat jet mewah yang digunakan untuk kepentingan para manajer. Bentuk yang kedua adalah beban biaya yang keluar untuk me-monitor kinerja manajemen sehari-hari. Contohnya membayar jasa eksternal auditor untuk menilai keakuratan informasi yang diberikan dalam laporan keuangan perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa jika terdapat keinginan yang tidak selaras antar pihak manajemen dengan pemegang saham, maka *agency cost* dalam perusahaan tersebut akan meningkat. Terutama ketika keinginan pemegang saham mayoritas atau pengendali terlalu mendominasi perusahaan. Selain itu, Jensen (1986) juga menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah aliran kas bebas yang banyak akan menanggung *agency cost* yang besar pula. Karena kemungkinan perusahaan mengalami *agency problem* dari adanya aliran kas bebas tersebut juga akan semakin besar.

Ross (2009) mengartikan *agency cost* sebagai biaya yang muncul akibat dari adanya konflik kepentingan antara para pemegang saham dengan manajemen perusahaan serta adanya asimetrik informasi (*asymmetric information*). Kondisi asimetrik informasi ini merupakan situasi dimana satu pihak dalam suatu transaksi

memiliki informasi lebih dibandingkan pihak yang lain atau memiliki akses untuk mendapatkan informasi yang berbeda (Scott, 2000).

Dengan adanya asimetrik informasi tersebut, maka timbul yang namanya masalah *moral hazard* dan *adverse selection* sebagai wujud dari *agency cost* yang harus dihadapi perusahaan. *Moral hazard* timbul ketika seseorang atau institusi tidak bertanggung jawab sepenuhnya atas aksi yang mereka lakukan, dan cenderung untuk tidak hati-hati ketika memutuskan untuk melakukan aksi tersebut, dan kemudian membiarkan pihak lain untuk menanggung konsekuensi dari aksi yang mereka lakukan. *Moral hazard* juga dapat timbul dalam hubungan antara prinsipal dan agen. Agen biasanya memiliki informasi lebih mengenai tindakan atau kebijakan yang mereka lakukan dibandingkan prinsipal dikarenakan prinsipal tidak dapat mengawasi kegiatan agen secara terus-menerus. Sehingga, agen memiliki kemungkinan atau insentif untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan prinsipal jika terjadi konflik kepentingan dan keinginan yang tidak selaras antara prinsipal dan agen tersebut (Scott, 2000).

Sedangkan *adverse selection* timbul ketika prinsipal tidak yakin bahwa agen-agen yang dipilihnya merupakan kandidat yang paling tepat yang memiliki kemampuan maupun keahlian yang diharapkan (Gilardi, 2001). Sedangkan Lane (2003) menyatakan *adverse selection* sebagai kesempatan yang dapat digunakan sebelum membuat kontrak antara prinsipal dan agen. Pada intinya *adverse selection* merupakan tindakan pengambilan keputusan yang tidak tepat, yang diakibatkan dari adanya asimetrik informasi sehingga satu pihak akan memiliki informasi lebih yang berguna dan sebaliknya untuk pihak yang dirugikan (Scott, 2000).

2.2 Struktur Pendanaan Perusahaan

Dalam teori struktur modal terdapat dua cara bagi perusahaan untuk membiayai rencana jangka panjang mereka, yaitu melalui pendanaan internal (*internal financing*) dan pendanaan eksternal (*external financing*). Struktur modal suatu perusahaan merupakan kombinasi atas pinjaman, ekuitas, dan sumber daya keuangan lainnya yang digunakan untuk membiayai rencana jangka panjang perusahaan (Myers, 2001).

Pendanaan internal (*internal financing*) merupakan cara perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dengan cara menggunakan keuntungan yang didapat sebagai sumber modal untuk melakukan investasi yang baru. Beberapa cara pendanaan internal yang ada yaitu melalui amortisasi, *retained earnings* (laba ditahan), *asset swap*, dan membuat cadangan dana seperti dana pensiun. Selain digunakan untuk investasi dalam proyek baru, pendanaan internal ini juga biasa digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemilik perusahaan atau pemegang saham. Dana yang akan digunakan untuk membayarkan dividen ini biasanya diperoleh dari *retained earnings*. Apabila *retained earnings* yang tersedia untuk pembayaran dividen tidak mencukupi jumlah dividen yang harus dibayarkan, maka perusahaan dapat melakukan pendanaan eksternal (Myers, 2001).

Pendanaan eksternal (*external financing*) merupakan cara perusahaan untuk mendapatkan pendanaan melalui penerbitan hutang maupun ekuitas dari suatu perusahaan yang bertujuan untuk membiayai segala kegiatan operasi perusahaan tersebut (investorwords.com). Beberapa contoh diantaranya adalah hutang (*debt*), ekuitas saham, dana bantuan dan hadiah/hibah. Pendanaan eksternal ini memiliki hubungan dan pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pertumbuhan suatu perusahaan (Ross, 2009). Dengan asumsi semua hal tidak berubah, semakin tinggi

tingkat pertumbuhan penjualan maupun aset perusahaan, maka semakin tinggi pula kebutuhan perusahaan akan pendanaan eksternal.

Pinjaman atau pendanaan eksternal ini biasanya dilakukan oleh perusahaan selain untuk membiayai kegiatan operasinya, juga digunakan untuk membayar dividen dan membeli aset-aset baru bagi perusahaan (Billett, 1999). Besarnya pinjaman yang dikehendaki oleh perusahaan bisa ditentukan juga dari tingkat pertumbuhan pertumbuhan (*growth*) dari perusahaan tersebut. Seperti yang dijelaskan oleh Ross (2009), bahwa jumlah dana pinjaman yang dibutuhkan perusahaan erat kaitannya dengan tingkat pertumbuhan perusahaan itu sendiri.

Beberapa faktor yang mempengaruhi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan adalah: (Ross, 2009)

- *Profit margin*

Peningkatan pada *profit margin* akan meningkatkan juga kemampuan perusahaan untuk menghasilkan dana dari dalam (*internal*), dan membuat pertumbuhan perusahaan meningkat.

- Kebijakan dividen

Menurunnya persentase dari net income yang digunakan untuk membayarkan dividen akan meningkatkan retention ratio perusahaan. Kenaikan ini akan menambah ekuitas perusahaan dan dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

- Kebijakan keuangan

Peningkatan pada *debt-equity ratio* meningkatkan juga *financial leverage* perusahaan. Sehingga, penambahan jumlah hutang ini bisa digunakan untuk mengoptimalkan pertumbuhan perusahaan.

- Jumlah perputaran aset perusahaan

Peningkatan dalam jumlah perputaran aset perusahaan bisa meningkatkan juga jumlah penjualan perusahaan dan mengurangi kebutuhan perusahaan

untuk menambah aset-aset baru. Sehingga hal ini akan meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Namun untuk mendapatkan pendanaan eksternal ini tidaklah mudah. Terdapat beberapa kriteria yang harus dimiliki perusahaan agar kreditur/*lender* maupun investor yakin dan percaya untuk menginvestasikan uang mereka ke dalam perusahaan ini. Jika perusahaan memiliki hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal mereka, maka hal tersebut dinamakan *external financing constraints* (Chae *et al.*, 2009). Apabila semakin tinggi tingkat hambatan pendanaan eksternal yang dimiliki suatu perusahaan, maka akan semakin sulit bagi perusahaan tersebut untuk bisa mendapatkan dana tambahan.

2.2.1 External Financing Constraints

Information asymmetry bisa menimbulkan beberapa masalah yang berkaitan dengan manajemen suatu perusahaan (Chae *et al.*, 2009). Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa dengan adanya asimetrik informasi antara investor dapat menimbulkan adanya hambatan pendanaan eksternal dan meningkatkan biaya pinjaman yang harus ditanggung perusahaan. Seperti yang sudah dibahas sebelumnya, bahwa perusahaan pada umumnya melakukan pinjaman eksternal untuk beberapa kepentingan perusahaan, yaitu untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham dan untuk membiayai aset-aset baru. Perusahaan yang memiliki hambatan pendanaan eksternal umumnya kesulitan dan memiliki asimetrik informasi yang lebih besar dalam mencari pendanaan bagi perusahaan (Xu *et al.*, 2009).

Rozeff (1982) menjelaskan bahwa semakin besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan, maka akan semakin besar pula ketergantungan perusahaan akan pendanaan eksternal untuk investasi di masa datang. Apabila terdapat asimetrik informasi di dalam suatu pasar modal, maka pembayaran dividen

dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan biaya pinjaman yang harus dikeluarkan oleh perusahaan.

Beberapa *proxy* atau pendekatan yang bisa digunakan untuk mengukur tingkatan hambatan pendanaan eksternal pada suatu perusahaan adalah dengan menggunakan variabel ukuran perusahaan (*size*) dan umur perusahaan sejak perusahaan tersebut terdaftar di bursa (*age*) (Xu *et al.*, 2009).

Variabel pertama yaitu ukuran perusahaan (*size*). Variabel ini diukur melalui jumlah total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki jumlah aset lebih kecil dibandingkan *sample median* dari seluruh perusahaan, akan diklasifikasikan ke dalam perusahaan yang memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki jumlah aset yang lebih besar dibandingkan *sample median*, maka perusahaan tersebut diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Xu *et al.*, 2009). Pendekatan ini pun juga digunakan dalam studi yang dilakukan oleh Erickson dan Whited (2000) dan Almeida dan Campello (2007). Alasan mengapa ukuran perusahaan dijadikan salah satu *proxy* dalam mengukur tingkat hambatan pendanaan eksternal suatu perusahaan karena perusahaan kecil yang biasanya memiliki jumlah aset yang tidak begitu besar cenderung tidak begitu dikenal atau diketahui oleh perusahaan-perusahaan lain. Sehingga hal ini menyebabkan perusahaan-perusahaan kecil tersebut akan menghadapi asimetrik informasi yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki aset lebih besar, dan akan membuat perusahaan tersebut memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal mereka (Xu *et al.*, 2009).

Variabel berikutnya yaitu umur perusahaan sejak perusahaan tersebut terdaftar di dalam bursa (*listed*), yang akan menunjukkan berapa lama perusahaan tersebut sudah terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan yang baru

terdaftar cenderung belum memiliki reputasi yang dapat dibuktikan sehingga akan membuat perusahaan sulit dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Baker *et al.*, 2003). Sehingga, perusahaan yang memiliki umur yang lebih lama dibandingkan *sample median* akan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal, dan sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki umur lebih sebentar dibandingkan dengan *sample median* (Xu *et al.*, 2009).

2.3 Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Ross (2009) mendefinisikan dividen sebagai suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya, baik dalam bentuk kas maupun saham. Dividen dapat dikatakan juga sebagai komponen pendapatan atau *income* dari suatu investasi pada saham. Dividen kas mencerminkan arus kas kepada pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang. Keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan, karena selain berasal dari *retained earnings* yang merupakan pendanaan internal, dividen juga bisa didapatkan melalui pendanaan eksternal. Dengan demikian, semakin besar dividen yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang maupun penjualan saham (Rosdini, 2009). Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham sangat bergantung pada kebijakan perusahaan.

Terdapat beberapa pendapat atau teori tentang kebijakan dividen yang dikemukakan oleh beberapa ahli, yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen antar perusahaan (Ross, 2009). Teori-teori tersebut adalah:

- Teori Dividen Tidak Relevan (*Irrelevance Dividend Theory*)

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, melainkan ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah, seperti pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional, tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru, tidak ada pajak, dan kebijakan investasi tidak berubah. Padahal pada praktiknya, pasar modal yang sempurna sulit ditemui, biaya emisi saham baru pasti ada, pajak pasti ada, dan kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

- Teori *The Bird in the Hand*

Teori ini menyatakan bahwa biaya modal perusahaan akan meningkat jika *dividend payout ratio* rendah karena investor lebih menyukai menerima pembayaran dividen dibandingkan *capital gains*. Hal ini diduga karena investor memandang *dividend yield* lebih pasti dibandingkan *capital gains yield*. Namun, Modigliani dan Miller menganggap bahwa teori ini merupakan suatu kesalahan. Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

- Teori Perbedaan Pajak

Teori ini menyatakan bahwa dengan adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi, *capital gains yield* rendah daripada saham dengan *dividend*

yield rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

- Teori *Signaling Hypothesis*

Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, biasanya diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya, penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham menurun. Fenomena ini dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Namun, MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas tingkat normalnya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang sehingga dapat membayarkan dividen dalam jumlah yang lebih besar. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah tingkat normalnya diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dalam pembayaran dividen di masa mendatang. Namun teori *signaling* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Karena pada umumnya, perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek “sinyal” atau disebabkan karena efek “sinyal” dan preferensi terhadap dividen.

- Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari “*Clientele*”

ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek "*Clientele*" ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

Pada praktiknya, perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Hal ini didasari karena investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen atau membayarkan dividen dalam jumlah yang relatif stabil. Terdapat juga perusahaan yang menggunakan model *residual dividend* dimana dividen ditentukan dengan cara mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan, mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi, memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin, dan membayar dividen hanya jika terdapat sisa laba.

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyimpulkan bahwa pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan pada umumnya merupakan mekanisme untuk mengurangi adanya *agency cost* dalam perusahaan. *Dividend policy* atau kebijakan dividen menurut Tajirian (1997) merupakan segala hal yang akan mempengaruhi nilai perusahaan jika terjadi peningkatan dalam pembayaran dividen perusahaan, dengan asumsi faktor lain konstan (anggaran modal dan pinjaman). Sehingga, kebijakan dividen ini juga merupakan *trade-off* bagi perusahaan antara ingin mempertahankan *retained earnings* atau mendistribusikannya ke dalam sekuritas lain. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan

dibagikan dan besarnya *retained earnings* yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001).

Gitman (2003) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat. Kebijakan dividen masing-masing perusahaan ini pun dilakukan berdasarkan pertimbangan dari berbagai faktor. Menurut Gitman (2003) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah *debt covenant*, likuiditas, posisi kas, prospek pertumbuhan perusahaan, dan kuasa kendali para pemegang saham yang memiliki mayoritas saham perusahaan. Levy dan Samat (1990) dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa kebijakan dividen pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan.

Pembayaran dividen khususnya dalam bentuk kas kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia. Hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2001) yang menyatakan bahwa diantara beberapa faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, hanya faktor posisi kas dan *debt to equity ratio* yang berpengaruh signifikan. Posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada aliran kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan. Aliran kas bebas menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain (Rosdini, 2009).

Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiayai investasi perusahaan.

Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber pendanaan internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Rosdini, 2009).

2.3.1 *Dividend Payout Ratio*

Gitman (2003) mendefinisikan *dividend payout ratio* sebagai indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh perusahaan dan kemudian didistribusikan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas. *Dividend payout ratio* ini ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun, dan penentuan rasio ini berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}} \quad (2.1)$$

Alli, Khan, dan Ramirez (1993) menjelaskan bahwa *dividend payout ratio* memiliki hubungan yang negatif atau terbalik (*inversely*) terhadap biaya untuk melakukan pinjaman eksternal (*cost of external funds*), *expected investment outlays*, dan pertumbuhan perusahaan. Hubungan yang negatif antara *payout ratio* dengan pertumbuhan perusahaan tercermin juga dalam teori Pecking Order. Teori Pecking Order yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1983) menyatakan bahwa perusahaan yang menguntungkan akan memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai

proyek-proyek investasinya di masa datang. Bahkan bagi perusahaan yang sedang berkembang, peningkatan dividen dapat menjadi kabar buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Kalay 1982, dalam Rosdini 2009).

2.4 Pengaruh *Agency Problem* terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Dalam beberapa studi yang telah dilakukan oleh para peneliti, terbukti bahwa adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan, memang mempengaruhi kebijakan dividen yang akan diberikan kepada para pemegang saham. Hal ini dibuktikan oleh studi yang dilakukan oleh Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa penentuan kebijakan dividen suatu perusahaan, dapat didasari oleh seberapa besar *agency problem* di dalam perusahaan tersebut. Disamping itu, pembayaran dividen juga dapat menimbulkan kebutuhan perusahaan untuk melakukan pinjaman eksternal dan melalui pinjaman tersebut perusahaan akan diawasi (*monitoring*) oleh pihak eksternal yang memberikan pinjaman. Aktivitas *monitoring* yang mungkin dilakukan oleh bank komersial ataupun *investment banking* ini akan mengurangi kemungkinan terjadinya *agency problem* dalam perusahaan.

Para ahli meyakini bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang berlebih, sebaiknya dana tersebut digunakan untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar untuk mencegah adanya penanaman modal dalam proyek investasi yang tidak meyakinkan ataupun penyalahgunaan dana oleh manajemen perusahaan. Sehingga, pembayaran dividen tersebut dapat menekan kemungkinan timbulnya *agency problem* dalam perusahaan (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Zwiebel, 1996).

Pendapat tersebut juga didukung oleh teori yang dikemukakan oleh Chae *et al.* (2009) bahwa manajer cenderung untuk menyalahgunakan *free cash flow* yang berlebih untuk keinginan pribadi mereka sendiri dibandingkan menggunakannya

untuk kepentingan pemegang saham. Oleh karena itu, pemegang saham lebih menginginkan perusahaan agar membayarkan dividen dalam jumlah lebih besar ketika terdapat *free cash flow* yang berlebih dalam perusahaan tersebut.

La Porta *et al.* (2000) menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang memiliki *corporate governance* yang baik, akan membayarkan dividen dalam jumlah lebih besar guna mengurangi penyalahgunaan dana oleh manajer. Penerapan *corporate governance* ini bisa terlihat dari dilakukannya *monitoring* terhadap jajaran manajemen dan perlindungan terhadap pemegang saham (*shareholders protection*). Rozeff (1982) juga menjelaskan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi *agency problem* yang timbul karena adanya *information asymmetry*.

Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *agency problem*, pada umumnya akan membayarkan dividen lebih tinggi sehingga jumlah *free cash flow* yang tersisa akan lebih sedikit dan mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Sesuai pendapat Zwiebel (1996) bahwa dengan membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham, maka dapat menekan adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan. Namun, dengan semakin besarnya dividen yang akan dibayarkan akan memperbesar juga ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal apabila perusahaan tersebut tidak memiliki dana yang cukup untuk membayarkan semua dividen tersebut (Rozeff, 1982).

Terdapat dua efek yang bertolakbelakang dari adanya kebijakan pembayaran dividen dalam suatu perusahaan (Chae *et al.*, 2009). Efek yang pertama adalah dengan dibayarkannya dividen kepada para pemegang saham, maka hal tersebut dapat mengurangi penyalahgunaan manajer atas dana lebih yang dimiliki perusahaan, dimana hal ini merupakan hal yang positif. Kemudian, efek yang kedua adalah, dengan membayar dividen dalam jumlah besar biasanya perusahaan akan membutuhkan dana pinjaman dari pihak luar, dimana hal ini merupakan efek yang

negatif. Sehingga, perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen sebaik mungkin berdasarkan kedua hal tersebut, yaitu adanya *agency problem* dan meningkatnya kebutuhan pinjaman eksternal.

2.5 Pengaruh *Agency Problem* terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*) Perusahaan dalam Situasi terdapat Hambatan Pendanaan Eksternal (*External Financing Constraints*)

Selain *agency problem*, terdapat faktor lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan pembagian dividen perusahaan, yaitu hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*). Hambatan pendanaan eksternal ini merupakan hal-hal yang menghambat suatu perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari luar. Salah satu penyebab adanya hambatan pendanaan eksternal ini adalah adanya *asymmetric information* (Chae *et al.*, 2009).

Semakin besar hambatan pendanaan eksternal yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dan semakin besar juga biaya pinjaman yang harus dibayar perusahaan (Chae *et al.*, 2009). Sehingga, jika suatu perusahaan ingin meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan, harus terlebih dahulu melihat kondisi hambatan pendanaan eksternal mereka. Apabila tingkat hambatan pendanaan eksternal-nya rendah, maka perusahaan tersebut masih dapat melakukan pinjaman, dan menggunakan dana tersebut untuk menambahkan jumlah dividen yang dibayar. Namun, jika keadaannya terbalik, maka perusahaan sebaiknya tidak perlu menambah jumlah dividen yang dibayarkan, melainkan mengurangi jumlahnya (Chae *et al.*, 2009).

Kaitan hubungan antara *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal dengan kebijakan dividen suatu perusahaan sangat erat. Suatu perusahaan yang ingin mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan mereka biasanya

membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan dana oleh para manajer. Namun hal tersebut terjadi dalam kondisi dimana perusahaan tidak memiliki hambatan pendanaan eksternal.

Kemudian apabila terdapat hambatan pendanaan eksternal didalam perusahaan tersebut, maka perusahaan cenderung memilih untuk mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan walaupun terdapat *agency problem* di dalam perusahaan tersebut. Biasanya, jika perusahaan tersebut memiliki *corporate governance* yang baik, maka perusahaan akan membiarkan *agency problem* yang ada untuk diatasi oleh penerapan *corporate governance* itu sendiri. Hal ini dilakukan karena apabila perusahaan memiliki hambatan pendanaan eksternal yang tinggi, maka perusahaan akan sulit untuk bisa mendapatkan pinjaman dana. Sehingga mustahil bagi perusahaan untuk membayarkan dividen dalam jumlah besar jika mereka tidak memiliki dana yang cukup. Keberadaan hambatan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan dividen untuk mengatasi *agency problem* yang ada. Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan adanya *agency problem* dan juga hambatan pendanaan eksternal dalam menentukan kebijakan dividen.

2.6 Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Penggunaan *leverage* juga dianggap dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Karena secara umum besarnya *leverage* akan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Karena dengan semakin besarnya *financial leverage* yang dilakukan perusahaan, tentunya akan semakin besar pula kewajiban bunga yang harus dibayarkan atas pinjaman tersebut. Sehingga apabila perusahaan tetap ingin membayar dividen dalam jumlah besar, akan meningkatkan jumlah pinjaman dan akan meningkatkan juga beban bunga yang harus dibayarkan. Hal ini tentunya sangat dihindari oleh perusahaan yang tidak memiliki cukup dana/kas.

Rozeff (1982) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan antara kebijakan dividen dan *leverage* dengan memasukkan variabel beta.

Berdasarkan penelitian Rozeff (1982) disimpulkan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah lebih sedikit apabila terdapat koefisien beta yang cukup tinggi. Koefisien beta yang tinggi ini menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki *operating* dan *financial leverage* yang cukup tinggi. Pembayaran dividen dapat dikatakan juga merupakan *fixed charges* yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Sehingga jika perusahaan memiliki tingkat *fixed charges* yang cukup tinggi, sebaiknya jumlah dividen yang akan dibayarkan tidak terlalu besar untuk menghindari biaya pinjaman eksternal (*external financing costs*) yang harus ditanggung perusahaan. Allen (1993) dalam Kaweny (2007) juga mengemukakan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *financial leverage*. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan pinjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang lebih rendah.

2.7 Pengaruh Profitabilitas Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Tingkat profitabilitas perusahaan (*profitability*) juga disimpulkan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini disebabkan karena secara umum besarnya *profitability* akan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Theobald (1978) dalam Kaweny (2007) menemukan bahwa *earnings* berpengaruh positif terhadap dividen. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* tinggi, akan lebih mampu melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan menandakan bahwa semakin besar dana yang tersedia untuk membayar dividen. Hal ini juga dibuktikan oleh Fidrmuc dan Jacob (2010) dalam Kaweny (2007) yang mengatakan bahwa *profitability* merupakan indikator penting

mengenai ketersediaan dana perusahaan yang akan didistribusikan, terutama untuk pembayaran dividen.

2.8 Pengaruh Peluang Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*) terhadap Kebijakan Dividen

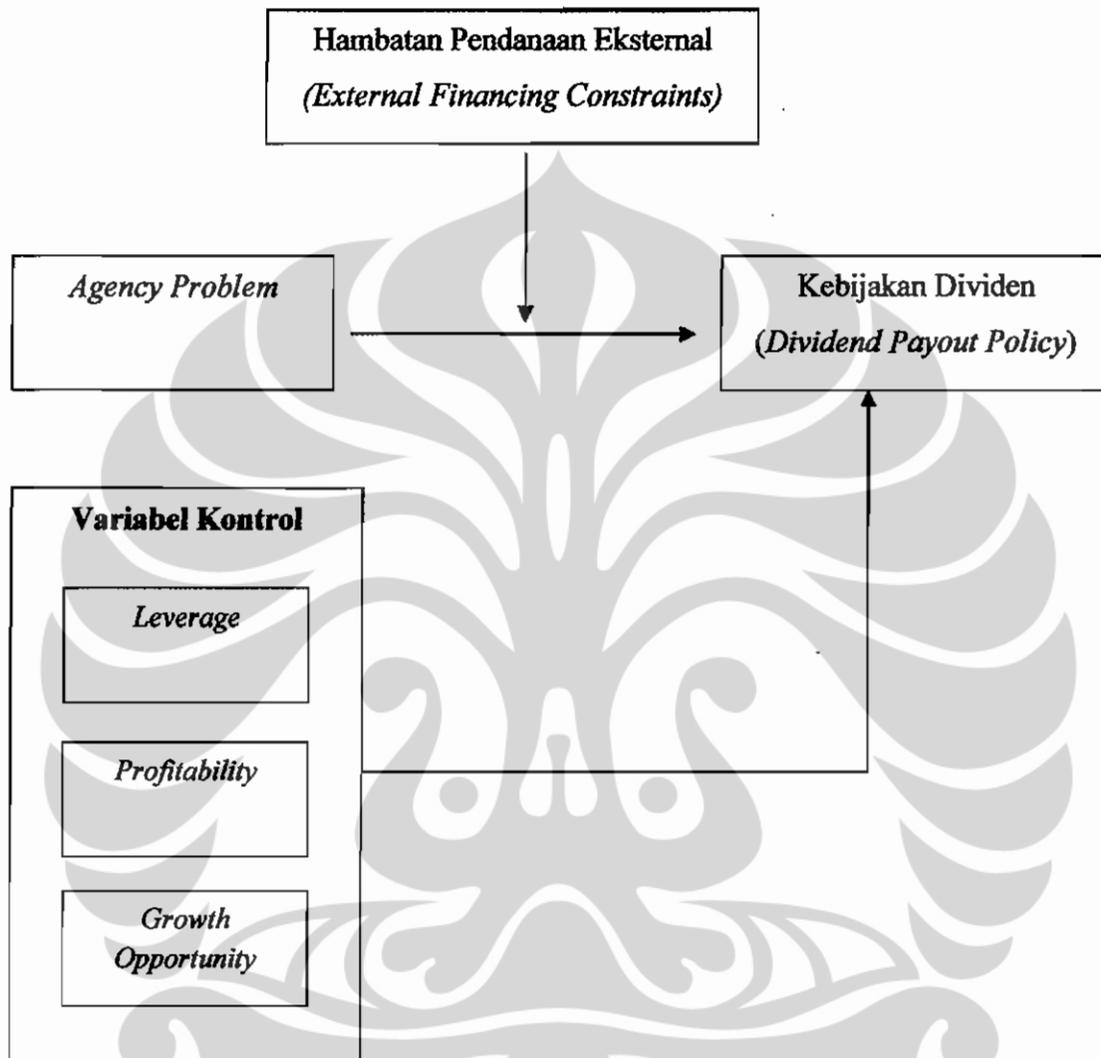
Peluang pertumbuhan perusahaan juga dianggap dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Hal ini disebabkan karena besarnya kesempatan perusahaan untuk bertumbuh yang biasa diukur dengan kesempatan investasi akan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Adedeji (1998) dalam Kaweny (2007) menemukan bahwa investasi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *dividend payout ratio*. Prospek perusahaan yang baik akan tercermin dengan banyaknya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen. Sehingga signaling yang terjadi adalah ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi di masa depan, maka perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang sedikit untuk periode tersebut.

Perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah kecil untuk meningkatkan *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi dan menurunkan proporsi laba ditahan. Pembayaran dividen di masa lalu akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan untuk investasi di masa yang akan datang. Seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki banyak kesempatan untuk investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga perusahaan mempunyai *internal equity* untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang

memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi (Kaweny, 2007).

2.9 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran merupakan miniatur keseluruhan dari proses penelitian. Kerangka pemikiran pada intinya berusaha menjelaskan konstelasi hubungan antar variabel yang akan diteliti. Dalam menyusun kerangka pemikiran, penyajiannya dimulai dari variabel yang mewakili masalah penelitian. Penelitian ini mereplikasi studi yang telah dilakukan oleh Chae *et al.* (2009) yang berjudul "*How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financing Constraints*". Gambar 2.1 merupakan kerangka pemikiran yang digunakan dalam penelitian ini.



Sumber: Chae *et al.* (2009)

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

2.10 Pengembangan Hipotesis

Secara umum, hipotesis penelitian ini ingin membuktikan apakah perusahaan yang memiliki *agency problem* akan membayarkan dividen dalam jumlah lebih besar untuk mengurangi adanya *agency problem* tersebut, serta bagaimana kebijakan dividen perusahaan jika terdapat hambatan pendanaan eksternal dan *agency problem* di dalam perusahaan.

Hipotesis ini didukung oleh penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Rozeff (1982) merancang model berdasarkan studi yang dilakukan Jensen dan Meckling (1976) mengenai hubungan antara pembayaran dividen dengan *agency problem*. Hasil dari studi ini adalah bahwa pembayaran dividen terbukti sebagai salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* yang mungkin timbul dengan cara membayarkan kas lebih banyak kepada pemegang saham. Berdasarkan penelitian Rozeff (1982) dengan menggunakan metode *cross-sectional* dibuktikan bahwa pembayaran dividen merupakan salah satu aksi *bonding* yang dilakukan oleh para manajer untuk mengurangi *agency problem* di dalam perusahaan. Hasil penelitian ini kemudian diuji kembali oleh Dempsey dan Laber (1992) dalam Moh'd *et al.* (1995), dengan merata-ratakan data sepanjang tahun 1982-1987 dan menunjukkan hasil yang serupa. Perusahaan menyesuaikan pembayaran dividen mereka sesuai dengan perubahan tingkatan *agency cost* yang dialami perusahaan (Moh'd *et al.*, 1995).

Jensen (1986) dalam Chae *et al.* (2009) menyimpulkan bahwa *agency problem* mungkin timbul dalam suatu perusahaan apabila terdapat aliran kas bebas dalam jumlah cukup besar dalam perusahaan tersebut. Dengan adanya aliran kas bebas dalam jumlah besar ini memungkinkan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Sehingga Jensen (1986) menawarkan mekanisme untuk mengurangi aliran kas bebas agar dana yang dapat disalahgunakan manajer

dapat dibatasi sehingga *agency problem* dapat diatasi. Mekanisme mengurangi jumlah aliran kas bebas ini dapat dilakukan dengan cara meningkatkan distribusi kas kepada pemegang saham baik lewat pembayaran dividen maupun pembelian kembali saham dan dengan cara meningkatkan hutang. Hipotesis penelitian pertama adalah:

- H₁₀: Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas (*free cash flow*) yang besar, tidak memiliki *dividend payout ratio* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.
- H_{1a}: Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas (*free cash flow*) yang besar, akan memiliki *dividend payout ratio* yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.

Apabila perusahaan memiliki hambatan pendanaan eksternal, maka pernyataan dalam hipotesis di atas akan berubah. Ketika perusahaan mengeluarkan dana lebih banyak, maka hal tersebut akan membuat biaya pendanaan eksternal perusahaan semakin besar di masa datang. Dalam kondisi seperti ini, perusahaan tidak akan mau untuk meningkatkan pembayaran dividen (Clearly, 2006 dalam Chae *et al.*, 2009). Di sisi lain, menumpuknya jumlah kas di dalam perusahaan dapat menimbulkan keinginan manajer untuk menyalahgunakan dana tersebut. Oleh karena itu, hambatan pendanaan eksternal dan *agency problem* akan sangat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Dalam studi yang dilakukan Xu *et al.* (2009) dan Chae *et al.* (2009), ukuran (*size*) perusahaan merupakan salah satu pengukuran untuk melihat adanya hambatan pendanaan eksternal. Perusahaan yang berukuran kecil ditandai dengan kepemilikan jumlah aset yang sedikit, dan biasanya akan menghadapi asimetrik informasi dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini membuat perusahaan tersebut memiliki hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal, karena kreditur menjadi kurang yakin/percaya akibat adanya asimetrik informasi tersebut (Xu *et al.*, 2009). Fazzari *et al.* (1988) menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki hambatan pendanaan eksternal akan membayarkan dividen dalam

jumlah yang sedikit. Sebaliknya, perusahaan dengan ukuran besar biasanya tidak memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal, sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen dalam jumlah lebih banyak dibandingkan perusahaan yang berukuran kecil. Perusahaan yang memiliki aset dalam jumlah banyak, disimpulkan merupakan perusahaan yang berukuran besar (Xu *et al.*, 2009).

Hipotesis penelitian yang kedua adalah:

- H2₀:** Perusahaan dengan ukuran (*size*) besar dan memiliki aliran kas bebas yang besar, tidak akan membayarkan dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.
- H2_a:** Perusahaan dengan ukuran (*size*) besar dan memiliki aliran kas bebas yang besar, akan membayarkan dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.

Selanjutnya, dalam studi yang dilakukan Xu *et al.* (2009) dan Chae *et al.* (2009), umur (*age*) perusahaan juga merupakan salah satu pengukuran untuk melihat adanya hambatan pendanaan eksternal. Perusahaan yang memiliki umur relatif baru/sebentar menjadi perusahaan publik, biasanya memiliki hambatan pendanaan eksternal yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang sudah lebih lama menjadi perusahaan publik. Hal ini dikarenakan, terbatasnya jumlah informasi yang bisa diperoleh mengenai perusahaan tersebut, sehingga membuat para kreditur ragu untuk memberikan pinjaman dana kepada perusahaan tersebut (Xu *et al.*, 2009). Fazzari *et al.* (1988) menyimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki hambatan pendanaan eksternal akan membayarkan dividen dalam jumlah yang sedikit. Sebaliknya, perusahaan yang sudah lebih lama menjadi perusahaan publik, biasanya tidak memiliki hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal. Hal ini membuat perusahaan dapat membayarkan dividen dalam jumlah besar.

Hipotesis penelitian yang ketiga adalah:

- H3₀:** Perusahaan yang memiliki umur (*age*) lebih lama menjadi perusahaan publik dan memiliki aliran kas bebas yang besar, tidak akan membayarkan dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.
- H3_a:** Perusahaan yang memiliki umur (*age*) lebih lama menjadi perusahaan publik dan memiliki aliran kas bebas yang besar, akan membayarkan dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan lainnya.



Universitas Indonesia

BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Model Penelitian

Model penelitian ini menggunakan analisa regresi untuk menguji hipotesis penelitian, yaitu pengaruh dari adanya *agency problem* serta hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) terhadap kebijakan dividen perusahaan. Model ini menggunakan variabel-variabel lain untuk mengontrol faktor-faktor yang mungkin dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Variabel kontrol yang digunakan dalam model ini adalah *leverage* (LEV), *profitability* (ROE), dan kesempatan pertumbuhan perusahaan (GROWTHOPP).

Model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian (**hipotesis 1a**) adalah sebagai berikut :

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

Dimana :

DIV_i : Rasio besarnya dividen perusahaan (*dividend payout ratio*) terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

$DFCF_i$: Jumlah aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan *i* pada akhir periode penelitian. Variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila FCF berada diatas *sample median*, dan nilai 0 untuk sebaliknya (Chae *et al.*, 2009).

LEV_i : Rasio dari total *liabilities* perusahaan terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

ROE_i : *Return on Equity* merupakan rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

$GROWTHOPP_i$: Kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan ratio *market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

Sedangkan, untuk membuktikan hipotesis 2a, dimana hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) diukur dengan *constraint* ukuran (*size*) perusahaan. Model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian dengan *proxy* ukuran (*SIZE*) perusahaan adalah sebagai berikut :

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DSIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

Dimana :

DIV_i : Rasio besarnya dividen perusahaan (*dividend payout ratio*) terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

$DFCF_i$: Jumlah aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan *i* pada akhir periode penelitian. Variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila FCF berada diatas *sample median*, dan nilai 0 untuk sebaliknya (Chae *et al.*, 2009).

- DSIZE_i** : Hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) yang diukur dengan *proxy* ukuran (*size*) perusahaan *i* pada akhir periode penelitian. Variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila ukuran perusahaan (DSIZE) berada diatas *sample median*, dan nilai 0 untuk sebaliknya (Chae *et al.*, 2009).
- LEV_i** : Rasio dari total *liabilities* perusahaan terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.
- ROE_i** : *Return on Equity* merupakan rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.
- GROWTHOPP_i** : Kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan ratio *market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

Sedangkan, untuk membuktikan **hipotesis 3a**, dimana hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) diukur dengan *constraint* umur (*age*) perusahaan. Model penelitian yang mencerminkan hipotesis penelitian dengan *proxy* umur (AGE) perusahaan adalah sebagai berikut :

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DAGE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

Dimana :

- DIV_i** : Rasio besarnya dividen perusahaan (*dividend payout ratio*) terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

- DFCF_{*i*} : Jumlah aliran kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan *i* pada akhir periode penelitian. Variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila FCF berada diatas *sample median*, dan nilai 0 untuk sebaliknya (Chae *et al.*, 2009).
- DAGE_{*i*} : Hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*) yang diukur dengan *proxy* umur (*age*) perusahaan *i* pada akhir periode penelitian. Variabel *dummy* dengan nilai 1 apabila umur perusahaan (DAGE) berada diatas *sample median*, dan nilai 0 untuk sebaliknya (Chae *et al.*, 2009).
- LEV_{*i*} : Rasio dari total *liabilities* perusahaan terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.
- ROE_{*i*} : *Return on Equity* merupakan rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.
- GROWTHOPP_{*i*} : Kesempatan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan *ratio market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

3.2 Definisi dan Pengukuran Variabel Penelitian

Pada bagian ini dijabarkan mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yang mencakup variabel independen (variabel bebas), variabel dependen (variabel terikat), dan variabel kontrol. Variabel ditentukan berdasarkan kerangka konsep, tujuan dan hipotesis penelitian.

3.2.1 Variabel Dependen : Rasio pembayaran dividen perusahaan (*dividend payout ratio*)

Variabel dependen atau variabel terikat merupakan variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat, karena adanya variabel sebab atau peubah bebas. Variabel dependen juga dapat disebut sebagai variabel konsekuensi (Prihantoro, 2006). Variabel dependen dalam model penelitian ini adalah kebijakan dividen perusahaan yang ditunjukkan melalui rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) (Chae *et al.*, 2009). Rasio pembayaran dividen ini dihitung dengan cara membagi jumlah dividen per lembar terhadap *earnings per share*. Rasio pembayaran dividen ini merupakan persentase yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Gitman, 2003 dalam Rosdini, 2009). Di dalam komponen *dividend per share* terkandung unsur dividen, jadi jika semakin besar dividen yang dibagikan maka akan semakin besar rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang ada (Kaweny, 2007).

3.2.2 Variabel Independen

Variabel independen merupakan jenis variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel yang lain. Variabel independen dinamakan pula dengan variabel yang diduga sebagai sebab/penyebab dari variabel dependen, yaitu variabel yang diduga sebagai akibat. Variabel independen juga dapat disebut sebagai variabel yang mendahului (Prihantoro, 2006).

3.2.2.1 Agency Problem

Seperti yang sudah dijelaskan pada pembahasan sebelumnya bahwa *agency problem* terbukti menjadi salah satu faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan

dividen perusahaan. Timbulnya *agency problem* dalam suatu perusahaan dikaitkan dengan tersedianya aliran kas bebas berlebih yang memungkinkan untuk terjadinya penyalahgunaan dana tersebut oleh pihak manajemen (*management expropriation*). Sehingga, salah satu cara untuk mencegah adanya *agency problem* ini, perusahaan dapat meningkatkan jumlah uang/kas yang dibayarkan, salah satunya adalah melalui pembayaran dividen kepada pemegang saham (Chae *et al.*, 2009).

Dalam beberapa studi yang telah dilakukan oleh para peneliti, terbukti bahwa adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan, memang mempengaruhi kebijakan dividen yang akan diberikan kepada para pemegang saham. Hal ini dibuktikan oleh studi yang dilakukan oleh Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa penentuan kebijakan dividen suatu perusahaan, dapat didasari oleh seberapa besar *agency problem* di dalam perusahaan tersebut. Para ahli meyakini bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang berlebih, sebaiknya dana tersebut digunakan untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar untuk mencegah adanya penanaman modal dalam proyek investasi yang tidak meyakinkan ataupun penyalahgunaan dana oleh manajemen perusahaan. Sehingga, pembayaran dividen tersebut dapat menekan kemungkinan timbulnya *agency problem* dalam perusahaan (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Zwiebel, 1996).

Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *agency problem*, pada umumnya akan membayarkan dividen lebih tinggi sehingga jumlah *free cash flow* yang tersisa akan lebih sedikit dan mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Sesuai pendapat Zwiebel (1996) bahwa dengan membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham, maka dapat menekan adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan. Namun, dengan semakin besarnya dividen yang akan dibayarkan akan memperbesar juga ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal apabila perusahaan tersebut tidak memiliki dana yang cukup untuk membayarkan semua dividen tersebut (Rozeff, 1982).

Oleh karena itu, sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chae *et al.* (2009) dan Easterbrook (1984), maka *agency problem* dapat dijadikan sebagai salah satu variabel yang diduga akan mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan yang ditandai dengan ketersediaan aliran kas bebas yang berlebih. Ketersediaan aliran kas bebas berlebih ini (*free cash flow*) diukur dengan mengurangi arus kas dari aktivitas operasi dengan arus kas dari aktivitas investasi namun tidak termasuk investasi dalam hal sekuritas dan sejenisnya.

3.2.3 Variabel Moderasi

Variabel moderasi adalah variabel yang bersifat memperkuat atau memperlemah pengaruh variabel independen (variabel penjelas) terhadap variabel dependen (variabel terikat). Dengan kata lain, variabel moderasi merupakan peubah yang mempengaruhi (memperkuat atau memperlemah) hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen (Arisanti, 2010).

3.2.3.1 Hambatan Pendanaan Eksternal (*External Financing Constraints*)

Selain *agency problem*, terdapat faktor lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan pembagian dividen perusahaan, yaitu hambatan pendanaan eksternal (*external financing constraints*). Hambatan pendanaan eksternal ini merupakan hal-hal yang menghambat suatu perusahaan untuk mendapatkan pendanaan dari luar. Salah satu penyebab adanya hambatan pendanaan eksternal ini adalah adanya *asymmetric information* (Chae *et al.*, 2009). Semakin besar hambatan pendanaan eksternal yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin sulit bagi perusahaan untuk mendapatkan pinjaman dan semakin besar juga biaya pinjaman yang harus dibayar perusahaan (Chae *et al.*, 2009).

Kaitan hubungan antara *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal dengan kebijakan dividen suatu perusahaan sangat erat. Suatu perusahaan yang ingin mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan mereka biasanya membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk mengurangi kemungkinan penyalahgunaan dana oleh para manajer. Namun hal tersebut terjadi dalam kondisi dimana perusahaan tidak memiliki hambatan pendanaan eksternal. Kemudian apabila terdapat hambatan pendanaan eksternal didalam perusahaan tersebut, maka perusahaan cenderung memilih untuk mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan walaupun terdapat *agency problem* di dalam perusahaan tersebut.

Beberapa *proxy* atau pendekatan yang bisa digunakan untuk mengukur tingkatan hambatan pendanaan eksternal pada suatu perusahaan adalah dengan menggunakan variabel ukuran (*size*) perusahaan dan umur (*age*) perusahaan sejak perusahaan tersebut terdaftar di bursa (Xu *et al.*, 2009; Chae *et al.*, 2009).

Variabel pertama yaitu ukuran (*size*) perusahaan. Variabel ini diukur melalui jumlah total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan yang memiliki jumlah aset lebih kecil dibandingkan *sample median* dari seluruh perusahaan, akan diklasifikasikan ke dalam perusahaan yang memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Sebaliknya, jika perusahaan memiliki jumlah aset yang lebih besar dibandingkan *sample median*, maka perusahaan tersebut diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Xu *et al.*, 2009). Alasan mengapa ukuran perusahaan dijadikan salah satu *proxy* dalam mengukur tingkat hambatan pendanaan eksternal suatu perusahaan karena perusahaan kecil yang biasanya memiliki jumlah aset yang tidak begitu besar cenderung tidak begitu dikenal atau diketahui oleh perusahaan-perusahaan lain. Sehingga hal ini menyebabkan perusahaan-perusahaan kecil tersebut akan menghadapi asimetrik informasi yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang

memiliki aset lebih besar, dan akan membuat perusahaan tersebut memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal mereka (Xu *et al.*, 2009).

Variabel berikutnya yaitu umur perusahaan sejak perusahaan tersebut terdaftar di dalam bursa (*listed*). Perusahaan yang baru terdaftar cenderung belum memiliki reputasi yang dapat dibuktikan sehingga akan membuat perusahaan sulit dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Baker *et al.*, 2003). Sehingga, perusahaan yang memiliki umur yang lebih lama dibandingkan *sample median* akan diklasifikasikan sebagai perusahaan yang tidak memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal, dan sebaliknya untuk perusahaan yang memiliki umur lebih sebentar dibandingkan dengan *sample median* (Xu *et al.*, 2009).

3.2.4 Variabel Kontrol

Variabel kontrol adalah peubah yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diamati. Variabel kontrol ini sering digunakan dalam penelitian komparatif, yang bersifat melakukan perbandingan (Prihantoro, 2006).

3.2.4.1 Leverage

Leverage diukur dengan menggunakan *proxy* struktur modal perusahaan yang dihitung dengan rumus *total liability* dibagi *total asset* (Ross, 2009). Hal ini serupa dengan rumus yang digunakan oleh Chae *et al.* (2009) yaitu *long-term debt* dibagi *book value of assets*. Pertimbangan dalam penggunaan *leverage* sebagai variabel kontrol adalah karena secara umum besarnya *leverage* akan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Karena dengan semakin besarnya *financial leverage* yang dilakukan perusahaan, tentunya akan semakin besar pula

kewajiban bunga yang harus dibayarkan atas pinjaman tersebut. Sehingga apabila perusahaan tetap ingin membayar dividen dalam jumlah besar, akan meningkatkan jumlah pinjaman dan akan meningkatkan juga beban bunga yang harus dibayarkan. Hal ini tentunya sangat dihindari oleh perusahaan yang tidak memiliki cukup dana/kas. Rozeff (1982) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan antara kebijakan dividen dan *leverage* dengan memasukkan variabel beta.

Berdasarkan penelitian Rozeff (1982) disimpulkan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah lebih sedikit apabila terdapat koefisien beta yang cukup tinggi. Koefisien beta yang tinggi ini menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki *operating* dan *financial leverage* yang cukup tinggi. Pembayaran dividen dapat dikatakan juga merupakan *fixed charges* yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Sehingga jika perusahaan memiliki tingkat *fixed charges* yang cukup tinggi, sebaiknya jumlah dividen yang akan dibayarkan tidak terlalu besar untuk menghindari biaya pinjaman eksternal (*external financing costs*) yang harus ditanggung perusahaan. Allen (1993) dalam Kaweny (2007) juga mengemukakan bahwa dividen mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *financial leverage*. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan pinjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang lebih rendah.

3.2.4.2 Profitability

Profitability diukur dengan menggunakan *proxy return on equity* (ROE) yang dihitung dengan rumus *earnings* dibagi *total equity* (Ross, 2009). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Baker dan Wugler (2003) juga menggunakan variabel *profitability* sebagai variabel kontrol yang mempengaruhi besarnya rasio pembayaran dividen perusahaan. Pertimbangan dalam penggunaan *profitability* sebagai variabel kontrol adalah karena secara umum besarnya *profitability* akan berpengaruh terhadap

rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Theobald (1978) dalam Kaweny (2007) menemukan bahwa *earnings* berpengaruh positif terhadap dividen. Perusahaan yang dapat menghasilkan *earnings* tinggi, akan lebih mampu melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan menandakan bahwa semakin besar dana yang tersedia untuk membayar dividen (Kaweny, 2007). Hal ini juga dibuktikan oleh Fidrmuc dan Jacob (2010) yang mengatakan bahwa *profitability* merupakan indikator penting mengenai ketersediaan dana perusahaan yang akan didistribusikan, terutama untuk pembayaran dividen.

3.2.4.3 Peluang Pertumbuhan (*growth opportunity*) Perusahaan

Growth opportunity atau kesempatan pertumbuhan perusahaan diukur dengan mengukur *market to book ratio* (*market value per share* dibagi *book value per share*) sebagai *proxy* untuk mewakili struktur prospek perusahaan ke depan dan kesempatan investasi perusahaan (Anil dan Kapoor, 2008). Pertimbangan dalam penggunaan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol adalah karena secara umum besarnya kesempatan perusahaan untuk bertumbuh yang biasa diukur dengan kesempatan investasi akan berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen suatu perusahaan. Adedeji (1998) dalam Kaweny (2007) menemukan bahwa investasi mempunyai pengaruh yang negatif terhadap *dividend payout ratio*. Prospek perusahaan yang baik akan tercermin dengan banyaknya kesempatan yang tersedia untuk investasi. Kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pembayaran dividen.

Perusahaan akan cenderung untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah kecil untuk meningkatkan *internal equity* yang akan dipergunakan untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi dan menurunkan proporsi laba ditahan. Pembayaran dividen di masa lalu akan

mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan untuk investasi di masa yang akan datang. Seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki banyak kesempatan untuk investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga perusahaan mempunyai *internal equity* untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi (Kaweny, 2007).

3.3 Pengujian Empiris

Pengujian empiris merupakan salah satu metode untuk mendapatkan serangkaian pengetahuan dengan cara melakukan observasi maupun pengalaman. Hal ini dilakukan untuk memperoleh jawaban atau kesimpulan mengenai sekumpulan pertanyaan-pertanyaan empiris, yang diperoleh dengan cara mengumpulkan data, teori, dan kemudian merumuskan hipotesis yang sesuai dengan topik penelitian tersebut (Arisanti, 2010).

3.3.1 Statistik Deskriptif

Tujuan dilakukannya analisis statistik deskriptif adalah untuk memberikan gambaran umum mengenai beberapa ukuran yang penting dari observasi penelitian (perusahaan sampel), yaitu mengenai nilai rata-rata (*mean*), *sample median*, nilai penyebaran variasi pada data (standar deviasi), serta distribusi (nilai minimum dan nilai maksimum) dari setiap variabel yang digunakan dalam model penelitian. Dari analisis statistik deskriptif yang dilakukan akan dapat dilihat karakteristik dan kewajaran data observasi yang digunakan untuk masing-masing variabel tersebut.

3.3.2 Analisis Regresi

Teknik analisis data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah metode regresi berganda. Regresi linear berganda merupakan salah satu teknik analisa yang digunakan untuk mengetahui pengaruh dari variabel independen yang jumlahnya lebih dari satu terhadap variabel dependennya. Pada penelitian ini, sebelum melakukan analisa regresi perlu menguji asumsi klasik untuk mengetahui pelanggaran asumsi klasik untuk model yang digunakan. Setelah itu akan dilakukan pengujian hipotesis. Sebelum melakukan estimasi persamaan regresi, setiap estimasi ekonometri harus dibersihkan dari penyimpangan terhadap asumsi dasar yang diharapkan (Gujarati, 2003). Terdapat tiga masalah utama yang seringkali muncul yang dapat mengakibatkan tidak terpenuhinya asumsi dasar, yaitu heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinearitas. Jika terjadi pelanggaran maka perhitungan-perhitungan yang dilakukan dapat menjadi kesalahan yang serius sehingga dapat menyesatkan dalam interpretasi (Nachrowi dan Usman, 2006). Hasil yang disajikan dalam penelitian ini adalah hasil regresi yang sudah memenuhi asumsi-asumsi tersebut.

Dengan metode regresi ini akan dianalisa hubungan dan pengaruh antara *agency problem* yang didekati dengan *proxy* ketersediaan aliran kas bebas dan kemudian hambatan pendanaan eksternal yang didekati dengan *proxy* ukuran dan umur perusahaan, dengan kebijakan dividen perusahaan.

3.3.3 Pengujian Model

Upaya menguji model dapat dilakukan dengan melihat beberapa kriteria. Kriteria-kriteria tersebut diantaranya adalah kriteria ekonometrika, kriteria statistik, dan kriteria ekonomi (Wibowo, 2010). Kriteria statistik dan ekonometrika, yang dapat juga disebut uji asumsi klasik, akan dijelaskan di bagian ini, sedangkan kriteria ekonomi dimasukkan pada analisis estimasi.

3.3.3.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen, keduanya mempunyai distribusi normal atau tidak. Uji normalitas dapat dilakukan dengan dua cara (Nachrowi dan Usman, 2006), yaitu:

- Dengan membuat grafik histogram dari residual. Jika residual mengikuti distribusi normal, maka histogram akan berbentuk kurva yang menyerupai bel (*bell-shaped*).
- Dengan menggunakan normal *probability plot* dari *standardized residual*. Jika titik-titik (gradien antara probabilita kumulatif observasi dan probabilitas kumulatif harapan) berada di sepanjang garis, maka residual mengikuti distribusi normal.

Apabila data berjumlah besar (lebih dari 30 observasi), maka pelanggaran asumsi normal tidak seserius pelanggaran pada asumsi-asumsi yang lain (Wibowo, 2010).

3.3.3.2 Uji Asumsi Klasik – Kriteria Pengujian Ekonometrika

Sebelum melakukan estimasi persamaan regresi, setiap estimasi ekonometri harus dibersihkan dari penyimpangan terhadap asumsi dasar yang diharapkan (Gujarati, 2003). Terdapat tiga masalah utama yang seringkali muncul yang dapat mengakibatkan tidak terpenuhinya asumsi dasar, yaitu heteroskedastisitas, autokorelasi, dan multikolinieritas. Jika semua terpenuhi, maka estimator yang diperoleh akan memiliki nilai parameter yang BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*). Sedangkan, jika asumsi tidak terpenuhi, maka tidak menghasilkan nilai parameter yang BLUE. Jika terjadi pelanggaran maka perhitungan-perhitungan yang dilakukan dapat menjadi kesalahan yang serius sehingga dapat menyesatkan dalam interpretasi (Nachrowi dan Usman, 2006).

a). Uji Multikolinieritas

Uji Multikolinieritas ini bertujuan untuk menguji apakah di dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (variabel independen). Apabila hal ini terjadi, maka dapat menghasilkan suatu koefisien estimasi yang tidak stabil secara numerik. Oleh karena itu, model regresi yang baik adalah tidak adanya korelasi diantara variabel bebas. Dengan adanya multikolinieritas, varians koefisien regresi atau varians penduga menjadi sangat besar, dan interval kepercayaan (*confidence interval*) menjadi lebar, sehingga estimasi yang dilakukan menjadi tidak tepat.

Untuk uji Multikolinieritas ini menggunakan nilai VIF (*Variance-Inflating Factor*) dan *Tolerance* (TOL). Apabila variabel independen mempunyai nilai VIF > 10 dan nilai tolerance < 0,1 maka hal ini menunjukkan adanya masalah multikolinieritas. Selain itu, multikolinieritas bisa juga diuji dengan melihat keeratan hubungan antara variabel independen melalui koefisien korelasi yang dihasilkan

dengan metode *Pearson Correlation Matrix*. Apabila angkanya lebih besar dari 0,8 maka dapat disimpulkan bahwa variabel tersebut memiliki masalah multikolinieritas. Jika terjadi masalah multikolinieritas maka terdapat beberapa cara untuk mengatasinya. Pertama, dengan cara menambah jumlah data. Kedua, menghilangkan satu atau lebih variabel bebas (independen) yang mempunyai korelasi tertinggi dari model regresi tersebut.

b). Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk memastikan bahwa varians dari error tetap atau konstan. Bila asumsi ini tidak terpenuhi, maka varians dari estimasi yang dihasilkan akan menjadi besar, sehingga walaupun model yang dihasilkan memberikan koefisien regresi yang tidak bias, namun bukan merupakan penduga yang baik (Gujarati, 2003). Dasar pengambilan keputusan adalah jika signifikansi kurang dari 0,05 maka terjadi heteroskedastisitas dan sebaliknya, jika lebih besar dari 0,05 maka terjadi homoskedastisitas.

c). Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara residual dari observasi pada satu periode dengan residual dari observasi pada periode sebelumnya. Dampak adanya masalah autokorelasi pada model regresi adalah varians yang dihasilkan serta interval kepercayaan akan menjadi lebih besar. Akibatnya, prediksi yang didasarkan atas estimasi kuadrat terkecil biasa menjadi tidak efisien, meskipun masih tetap konsisten dan tidak bias. Dalam hal ini, hasil Uji-F dan Uji-t tidak menghasilkan nilai yang akurat sehingga dapat menghasilkan kesimpulan yang salah.

3.3.3.3 Uji Asumsi Klasik – Kriteria pengujian Statistik

Dalam pengujian statistik, yang diuji adalah uji *Goodness of Fit* (R^2), uji global (Uji-F atau *Chi-Square*), dan uji signifikansi parsial (Uji-*t*). Untuk meyakinkan bahwa nilai koefisien regresi secara statistik tidak sama dengan 0, maka semua koefisien regresi harus diuji. Ada dua jenis uji hipotesis terhadap koefisien regresi yang dapat dilakukan, yaitu uji global (Uji-F atau *Chi-Square*) dan uji signifikansi parsial atau uji signifikansi masing-masing variabel independen (Uji-*t*).

a). Uji *Goodness of Fit* (R^2)

Uji ini dilakukan untuk mengukur seberapa besar peran atau andil dari variabel independen secara simultan terhadap variasi atau naik turunnya variabel dependen. R^2 mencerminkan seberapa besar perubahan yang terjadi pada variabel dependen dapat dijelaskan oleh perubahan yang terjadi pada variabel independen dapat dijelaskan oleh perubahan pada variabel-variabel independennya. Nilai koefisien determinasi (R^2) berada di antara 0 dan 1, dimana $R^2 = 1$ berarti bahwa variasi dari variabel dependen dapat diterangkan secara keseluruhan oleh variabel independen. Nilai R^2 yang kecil menunjukkan bahwa kemampuan variabel independen dalam model untuk menjelaskan perubahan pada variabel dependen rendah, dan hal ini berarti masih banyak variabel-variabel lain yang tidak terdapat dalam model yang lebih mempengaruhi variabel dependen.

b). Uji Global (Uji-F)

Uji F digunakan untuk menguji apakah secara bersama-sama seluruh variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Apabila p-value dalam Uji-F $< \alpha$, maka tolak H_0 atau terima H_1 , atau hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel-variabel independen dalam model terhadap variabel dependen diterima.

c). Uji Signifikansi Parsial (Uji-t)

Uji signifikansi parsial (Uji-t) digunakan untuk menguji pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah secara individu (masing-masing) variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Selain itu, Uji-t adalah pengujian koefisien regresi masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Apabila p-value dalam Uji-t $< \alpha$, maka tolak H_0 atau terima H_1 , atau hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel independen diterima.

3.4 Populasi dan Sampel

Dalam penelitian ini yang dijadikan obyek untuk diteliti adalah perusahaan yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Periode penelitian adalah tahun 2009. Untuk teknik yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah teknik purposive sampling, yaitu pengambilan sampel berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Adapun kriteria-kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel dalam penelitian ini:

- Perusahaan bukan merupakan perusahaan yang termasuk dalam institusi dan lembaga keuangan, termasuk di dalamnya: perbankan, jasa keuangan dan asuransi. Hal ini disebabkan karena industri ini sangat *highly regulated* dan juga memiliki format standar laporan keuangan yang berbeda dengan industri lainnya, sehingga apabila dimasukkan dapat menimbulkan bias pada hasil penelitian.
- Perusahaan merupakan perusahaan yang kepemilikannya bersifat *non-family* atau bukan kepemilikan keluarga, yang ditandai dengan definisi kepemilikan keluarga seperti yang dijelaskan pada bab sebelumnya.
- Perusahaan dengan informasi data yang lengkap sehingga dapat digunakan dalam penelitian ini.

3.5 Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan untuk keperluan penelitian ini adalah merupakan data sekunder yang diperoleh melalui:

- Laporan keuangan tahunan (*annual report*) periode tahun 2009 yang diperoleh melalui *Bloomberg*, *webiste* BEI, dan *website* perusahaan.
- Data-data mengenai status kepemilikan perusahaan (kepemilikan keluarga/bukan) yang diambil dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) 2009, *website* BEI, dan *website* perusahaan.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskriptif Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan untuk diteliti adalah perusahaan-perusahaan non keuangan yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia hingga tahun 2010 dan merupakan perusahaan yang kepemilikannya bukan kepemilikan keluarga (*non-family business*). Jumlah sampel yang telah terpilih merupakan perusahaan yang telah memenuhi semua kriteria-kriteria yang telah ditentukan, yaitu perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI, *non-family business*, perusahaan yang memiliki data lengkap, serta perusahaan yang memiliki nilai ekuitas yang positif.

Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan maka pada penelitian ini diperoleh data sebanyak 120 sampel dengan perincian sebagai berikut:

**Tabel 4.1
Prosedur Pemilihan Sampel**

Tahapan	Kriteria – Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) atau <i>Indonesian Capital Market Directory</i> pada tahun (ICMD) 2009	397
2	Perusahaan keuangan yang terdaftar di BEI atau ICMD pada tahun 2009	(70)
3	Perusahaan dengan kepemilikan keluarga (<i>family business</i>)	(157)
4	Perusahaan yang memiliki data tidak lengkap	(45)
5	Perusahaan yang memiliki ekuitas (<i>equity</i>) negative	(5)
6	Jumlah sampel yang memenuhi kriteria	120

Sumber : data hasil pengolahan

Distribusi sampel berdasarkan industri disajikan pada Tabel 4.2 berikut ini:

Tabel 4.2 Distribusi Perusahaan Sampel Berdasarkan Industri

No	Industri	Jumlah	Persentase
1	Pertanian	6	5,00%
2	Pertambangan	10	8,33%
3	Industri Dasar dan Kimia	9	7,50%
4	Aneka Industri	53	44,17%
5	Industri Barang Konsumsi	3	2,50%
6	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	4	3,33%
7	Properti, <i>Real estate</i> , dan Konstruksi	23	19,17%
8	Perdagangan, Jasa, dan Investasi	5	4,17%
9	Lainnya	7	5,83%
	Total	120	100%

Sumber: data hasil pengolahan

Berdasarkan Tabel 4.2 terlihat bahwa sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel bergerak di industri manufaktur (Aneka Industri) yaitu sebanyak 44,17% dari total sampel. Setelah itu diikuti dengan industri properti, *real estate*, dan konstruksi sebanyak 19,17% dan industri pertambangan sebanyak 8,33%. Sedangkan sisanya tersebar di berbagai industri lainnya.

4.2 Statistik Deskriptif

Tabel 4.3 merupakan rangkuman dari statistik deskriptif variabel-variabel dalam penelitian ini untuk mengetahui pengaruh dari adanya *agency problem* serta hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sebelum diolah lebih lanjut, data yang diperoleh diperiksa apakah memiliki data *outliers*. Penelitian ini mengikuti pendekatan Hermawan (2009) dalam menetapkan data *outliers*, yaitu data yang terletak di luar batas angka 3 standar deviasi di atas dan di

bawah nilai rata-rata (*mean*) dari variabel tersebut. Kemudian data *outliers* akan diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang terdapat dalam data observasi yang masih berada di dalam batas-batas 3 standar deviasi (*winsorized approach*). Dengan demikian tidak terdapat observasi yang dikeluarkan dari data yang akan diolah.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIV	120	0,00	0,75	0,1577	0,24738
<i>Free Cash Flow</i>	120	-600.000 jt	3.000.000 jt	283.000 jt	722.400 jt
Ukuran (<i>Size</i>) Perusahaan	120	14.860,24 jt	30.000.000 jt	4.120.000 jt	6.428.000 jt
Umur (<i>Age</i>) Perusahaan	120	2	28	11,95	5,345
LEV	120	0,03	0,97	0,5014	0,23056
ROE	120	-2,06	0,82	0,0572	0,38903
GROWTHOPP	120	0,00	8,55	1,8370	1,96366

Sumber: data hasil pengolahan spss18

Berdasarkan tabel 4.3 dapat diketahui bahwa nilai rata-rata yang dimiliki oleh *dividend payout ratio* adalah 15,77%. Nilai rata-rata yang cukup kecil ini disebabkan karena dari 120 perusahaan yang dijadikan sampel, hanya 48 perusahaan yang membayarkan dividen, dan sisanya tidak membayarkan dividen untuk periode tahun 2009. Hal ini terlihat dari nilai minimum pada variabel *dividend payout ratio* yaitu sebesar 0, yang artinya bahwa perusahaan tidak membayarkan dividen. Sedangkan nilai maksimum 0,75 menandakan bahwa terdapat perusahaan yang

memiliki proporsi cukup besar untuk pembayaran dividennya pada tahun 2009, yaitu sebesar 75%.

Variabel aliran kas bebas (*free cash flow*) menunjukkan rata-rata sebesar Rp283.000 juta. Hal ini memperlihatkan bahwa dari 120 perusahaan sampel, jumlah aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan rata-rata sebesar Rp 283.000 juta. Kemudian jumlah aliran kas bebas terbesar dari sampel sebesar Rp 3.000.000 juta, dan jumlah terkecil sebesar Rp -600.000 juta. Sehingga dapat disimpulkan bahwa ketersediaan aliran kas bebas dari perusahaan sampel sangat bervariasi dan memiliki rentang yang cukup besar.

Variabel ukuran perusahaan diukur dengan melihat jumlah aset yang dimiliki perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki, maka diasumsikan semakin besar pula ukuran perusahaan tersebut. Dari statistik deskriptif diatas dihasilkan bahwa rata-rata jumlah aset yang dimiliki 120 perusahaan sampel adalah sebesar Rp 4.120.000 juta. Dengan nilai terbesar yang dimiliki adalah sebesar Rp 30.000.000 juta dan nilai terkecil sebesar Rp 14.860 juta. Hal ini menunjukkan bahwa jumlah aset dari perusahaan sampel sangat bervariasi dan memiliki rentang yang cukup besar.

Variabel umur perusahaan menunjukkan durasi waktu suatu perusahaan mulai terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Nilai rata-rata umur perusahaan sampel sejak awal terdaftar dalam BEI adalah sebesar 11,95 atau setara dengan 12 tahun. Umur terbesar dari perusahaan sampel yang terdaftar dalam BEI adalah sebesar 28 tahun dan umur terkecil adalah 2 tahun.

Leverage (LEV) merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Dapat dilihat bahwa *leverage* memiliki rata-rata sebesar 50,14%. Hal ini menunjukkan bahwa komposisi penggunaan hutang dari 120 perusahaan sampel berada di kisaran 50%. Nilai terendah dari variabel *leverage* ini sebesar 0,03 yang artinya bahwa

terdapat perusahaan yang menggunakan komposisi hutangnya hanya sebesar 3%, dan nilai tertinggi sebesar 0,97 menandakan bahwa terdapat perusahaan yang menggunakan komposisi hutangnya sangat besar yaitu 97%.

Melihat pada kinerja dari 120 perusahaan maka berdasarkan *Return on Equity* (ROE) tahun 2009 nilai rata-ratanya sebesar 5,72%, dengan nilai ROE terbesar adalah 82% sedangkan nilai terendah -206%. Berdasarkan nilai rata-rata maka dapat diketahui bahwa profitabilitas perusahaan di tahun 2009 cukup rendah, bahkan terdapat 15 perusahaan yang memiliki nilai ROE negatif. Dapat dikatakan bahwa kinerja perusahaan dari 120 perusahaan yang dijadikan sampel rata-rata masih rendah.

Variabel *growth opportunity* merupakan variabel kontrol yang menunjukkan kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk berkembang atau tumbuh. Dari hasil deskriptif dapat dilihat bahwa rata-rata pertumbuhan 120 perusahaan di tahun 2009 sebesar 183%, dengan nilai tertinggi sebesar 855% dan nilai terendah sebesar 0%. Dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa tingkat kesempatan perusahaan untuk berkembang pada tahun 2009 cukup baik, ditandai dengan nilai rata-rata pertumbuhan yang cukup tinggi.

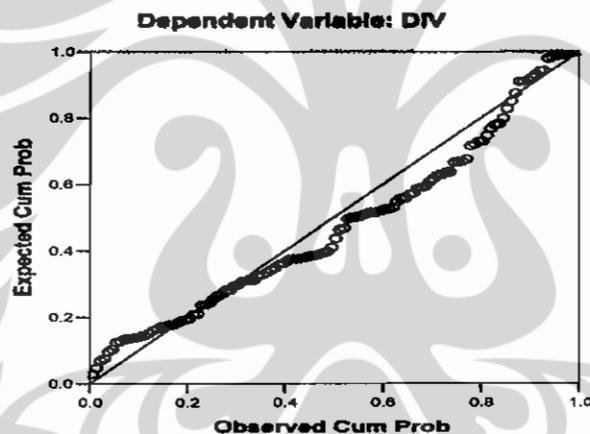
4.3 Hasil Uji Asumsi Klasik

Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan berdistribusi normal dan benar-benar bebas dari adanya gejala heterokedastisitas, gejala multikolinearitas, dan gejala autokorelasi. Model regresi akan dapat dijadikan alat estimasi yang tidak bias jika telah memenuhi persyaratan BLUE (*best linear unbiased estimator*) yakni tidak terdapat heterokedastisitas, multikolinearitas, dan autokorelasi. Berikut merupakan hasil dari uji asumsi klasik tersebut.

4.3.1 Uji Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel *dependent* dan variabel *independent* keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Uji normalitas ini dapat dilakukan dengan melihat gambar histogram dari distribusi normal. Namun dalam penelitian ini akan digunakan analisis Grafik Normal P-P Plot dimana normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Jika penyebaran data dalam grafik berada di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Gambar 4.1

Hasil Uji Normalitas (normal P-Plot)

Sumber : data hasil pengolahan spss 18

Berdasarkan gambar 4.1 maka dapat ditarik kesimpulan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonalnya, sehingga model regresi dalam penelitian ini dapat dikatakan mendekati asumsi normalitas.

Selain menggunakan Grafik Normal P-Plot, untuk menguji distribusi normal dapat juga menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test*. *Kolmogorov-Smirnov (K-S) Test* merupakan salah satu bentuk uji normalitas dengan referensi probabilitas distribusi baik pada satu sampel maupun dua sampel *K-S Test*. *One sample K-S Test* digunakan untuk membandingkan data pada sebuah vektor dengan standar normal distribusi. Dalam penelitian ini digunakan *one sample K-S Test* dikarenakan penelitian ini hanya menggunakan satu kelompok sampel penelitian. Tabel 4.4 menunjukkan hasil distribusi normal dengan menggunakan *one-sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Tabel 4.4
Hasil Uji Normalitas

<i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i>		DIV
N		120
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,1557
	Std. Deviation	0,24120
Most Extreme Differences	Absolute	0,341
	Positive	0,341
	Negative	-0,259
Kolmogorov-Smirnov Z		3,732
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,000

Berdasarkan tabel 4.4, dapat dilihat bahwa nilai *p-value* dari variabel DIV adalah 0,000, yang berarti lebih kecil dari 0,05. Sehingga, model regresi dalam penelitian ini dapat dikatakan tidak memenuhi asumsi normalitas. Namun, dengan jumlah observasi yang cukup banyak, yaitu 120 observasi, maka distribusi dari variabel dependen dapat diasumsikan memiliki distribusi normal (Nachrowi dan Usman, 2006).

4.3.2 Uji Multikolinieritas

Pengujian multikolinieritas dilakukan untuk mengetahui korelasi atau hubungan antara variabel independen dalam model regresi. Hasil yang baik adalah tidak terdapatnya korelasi antar variabel bebas. Jika muncul masalah multikolinieritas maka penelitian akan menjadi tidak berfungsi. Untuk mengetahui ada atau tidak masalah multikolinieritas maka digunakan nilai *Tolerance* dan *Variance-Inflating Factor (VIF)*. Jika nilai dari $VIF < 10$ dan $TOL > 0,1$ maka model regresi tersebut bebas masalah multikolinieritas. Tabel 4.5 berikut merupakan hasil Uji Multikolinieritas dengan *free cash flow* sebagai variabel independen, serta *leverage*, *ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.5
Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

Variabel	Tolerance	VIF
DFCF	0,891	1,122
LEV	0,868	1,152
ROE	0,704	1,421
GROWTHOPP	0,799	1,252

Sumber : data hasil pengolahan spss 18

Berdasarkan tabel 4.5 maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen atau variabel bebas tersebut bebas dari masalah multikolinieritas. Hal ini dikarenakan nilai VIF untuk seluruh variabel bebas tersebut berada di bawah 10. Selain itu nilai *Tolerance* dari variabel – variabel bebas di atas 0,1. Dengan bebasnya penelitian ini dari masalah multikolinieritas maka dikatakan bahwa tidak terjadi pelanggaran asumsi multikolinieritas pada model regresi.

Tabel 4.6 berikut merupakan hasil Uji Multikolinieritas dengan hambatan pendanaan eksternal sebagai variabel independen yang diukur dengan ukuran (*size*) perusahaan, serta *leverage*, *ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.6
Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DSIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \epsilon_i$$

Variabel	Tolerance	VIF
DFCF*DSIZE	0,958	1,044
LEV	0,867	1,153
ROE	0,740	1,350
GROWTHOPP	0,798	1,252

Sumber : data hasil pengolahan spss 18

Berdasarkan tabel 4.6 maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen atau variabel bebas tersebut bebas dari masalah multikolinieritas. Hal ini dikarenakan nilai VIF untuk seluruh variabel bebas tersebut berada di bawah 10. Selain itu nilai *Tolerance* dari variabel – variabel bebas di atas 0,1. Dengan bebasnya penelitian ini dari masalah multikolinieritas maka dikatakan bahwa tidak terjadi pelanggaran asumsi multikolinieritas pada model regresi.

Tabel 4.7 berikut merupakan hasil Uji Multikolinieritas dengan hambatan pendanaan eksternal sebagai variabel independen yang diukur dengan umur (*age*) perusahaan, serta *leverage*, *ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.7
Pengujian Multikolinieritas dengan VIF dan Tolerance

$$DIV_1 = \alpha + \beta_1 DFCF_1 * DAGE_1 + \beta_2 LEV_1 + \beta_3 ROE_1 + \beta_4 GROWTHOPP_1 + \epsilon_1$$

Variabel	Tolerance	VIF
DFCF*DAGE	0,977	1,023
LEV	0,868	1,152
ROE	0,748	1,337
GROWTHOPP	0,798	1,253

Sumber : data hasil pengolahan spss 18

Berdasarkan tabel 4.7 maka dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen atau variabel bebas tersebut bebas dari masalah multikolinieritas. Hal ini dikarenakan nilai VIF untuk seluruh variabel bebas tersebut berada di bawah 10. Selain itu nilai *Tolerance* dari variabel – variabel bebas di atas 0,1. Dengan bebasnya penelitian ini dari masalah multikolinieritas maka dikatakan bahwa tidak terjadi pelanggaran asumsi multikolinieritas pada model regresi.

4.3.3 Uji Heterokedastisitas

Pengujian Heterokedastisitas untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Adapun caranya dilakukan dengan Uji *White*. Tabel 4.8 berikut merupakan hasil Uji Heterokedastisitas dengan *free cash flow* sebagai variabel independen, serta *leverage*, *ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.8
Hasil Uji Heterokedastisitas

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

<i>White</i> Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	5,063465	Probability	0,0009
Obs*R-squared	17,96964	Probability	0,0013

Berdasarkan tabel 4.8 diatas maka dapat disimpulkan bahwa nilai *p-value* dari variabel *Obs*R-squared* adalah 0,0013, yang berarti lebih kecil dari 0,05. Sehingga hipotesis bahwa model regresi bersifat homoskedastisitas tidak dapat diterima. Model penelitian akan diregresikan dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance*. Hasil regresi *multivariate* dari model penelitian dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* disajikan pada Tabel 4.11.

Kemudian, Tabel 4.9 berikut merupakan hasil Uji Heterokedastisitas antara ukuran perusahaan dan aliran kas bebas sebagai variabel *moderating (moderating variable)*, serta *leverage, ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.9
Hasil Uji Heterokedastisitas

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DSIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

<i>White</i> Heteroskedasticity Test:			
F-statistic	4,929748	Probability	0,0011
Obs*R-squared	17,56455	Probability	0,0015

Berdasarkan tabel 4.9 diatas maka dapat disimpulkan bahwa nilai *p-value* dari variabel *Obs*R-squared* adalah 0,0015, yang berarti lebih kecil dari 0,05. Sehingga hipotesis bahwa model regresi bersifat homoskedastisitas tidak dapat diterima. Model penelitian akan diregresikan dengan menggunakan metode *White*

Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance. Hasil regresi *multivariate* dari model penelitian dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* disajikan pada Tabel 4.12.

Terakhir, pada Tabel 4.10 berikut merupakan hasil Uji Heterokedastisitas antara umur perusahaan dan aliran kas bebas sebagai variabel *moderating* (*moderating variable*), serta *leverage*, *ROE*, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol:

Tabel 4.10
Hasil Uji Heterokedastisitas

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i + \beta_2 DAGE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROE_i + \beta_5 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

<i>White Heteroskedasticity Test:</i>			
F-statistic	5,910164	Probability	0,0002
Obs*R-squared	27,37274	Probability	0,0004

Berdasarkan tabel 4.10 diatas maka dapat disimpulkan bahwa nilai *p-value* dari variabel *Obs*R-squared* adalah 0,0004, yang berarti lebih kecil dari 0,05. Sehingga hipotesis bahwa model regresi bersifat homoskedastisitas tidak dapat diterima. Model penelitian akan diregresikan dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance*. Hasil regresi *multivariate* dari model penelitian dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Coefficient Covariance* disajikan pada Tabel 4.13.

4.3.4 Uji Autokorelasi

Pengujian autokorelasi bertujuan untuk mengetahui apakah terdapat korelasi antara residual dari observasi pada satu periode dengan residual dari observasi pada periode sebelumnya. Namun dalam penelitian ini hanya digunakan satu periode penelitian saja, yaitu hanya periode tahun 2009. Sehingga, korelasi antara residual

dari observasi pada satu periode dengan residual dari observasi periode sebelumnya tidak dapat dilihat atau diukur lebih jauh. Oleh karena itu, uji autokorelasi dirasa tidak perlu dilakukan pada penelitian ini.

4.3.5 Uji F Statistik

Uji F statistik digunakan untuk menguji apakah secara bersama-sama seluruh variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.11 pengujian model dengan uji-F dan *free cash flow* sebagai variabel independen menunjukkan nilai $p = 0,000000$ dan *F-statistic* sebesar 13,711310. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model penelitian sudah menggambarkan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dengan cukup baik, serta menunjukkan juga bahwa persamaan regresi ini linier. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

Tabel 4.12 juga menunjukkan hasil pengujian model dengan uji-F dan hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan ukuran (*size*) perusahaan sebagai variabel independen menunjukkan nilai $p = 0,000000$ dan *F-statistic* sebesar 11,86984. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model penelitian sudah menggambarkan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dengan cukup baik, serta menunjukkan juga bahwa persamaan regresi ini linier. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

Tabel 4.13 juga menunjukkan hasil pengujian model dengan uji-F dan hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan umur (*age*) perusahaan sebagai variabel independen menunjukkan nilai $p = 0,000000$ dan *F-statistic* sebesar 9,674495. Hasil tersebut menunjukkan bahwa model penelitian sudah menggambarkan pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap

variabel dependen dengan cukup baik, serta menunjukkan juga bahwa persamaan regresi ini linier. Dengan demikian model penelitian ini valid untuk digunakan.

4.3.6 Uji *Goodness of-Fit Model (Adjusted R square)*

Pengujian *goodness of-fit* bertujuan untuk mengukur seberapa besar peran atau andil dari variabel bebas secara simultan terhadap variasi atau naik turunnya variabel tidak bebas. Pada Tabel 4.11 terlihat nilai *Adjusted R²* sebesar 0,299362, yang berarti bahwa seluruh variasi pada variabel bebas yaitu *free cash flow*, serta *leverage*, ROE, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol dapat menjelaskan variasi pada variabel terikat yaitu *dividend payout ratio* sebesar 29,93%.

Pada Tabel 4.12 terlihat nilai *Adjusted R²* sebesar 0,267599, yang berarti bahwa seluruh variasi pada variabel bebas yaitu hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan ukuran (*size*) perusahaan, serta *leverage*, ROE, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol dapat menjelaskan variasi pada variabel terikat yaitu *dividend payout ratio* sebesar 26,75%.

Pada Tabel 4.13 terlihat nilai *Adjusted R²* sebesar 0,225754, yang berarti bahwa seluruh variasi pada variabel bebas yaitu hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan umur (*age*) perusahaan, serta *leverage*, ROE, dan *growth opportunity* sebagai variabel kontrol dapat menjelaskan variasi pada variabel terikat yaitu *dividend payout ratio* sebesar 22,57%.

Tabel 4.11
Hasil Regresi Model Penelitian

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0,127857	2,478459	0,0073***
DFCF	+	0,151035	3,829412	0,0001***
LEV	-	-0,259318	-3,054456	0,0014***
ROE	+	0,017225	0,359666	0,3599
GROWTHOPP	-	0,04541	3,208114	0,0017***
<i>Adjusted R-squared</i>	0,299362			
<i>F-statistic</i>	13,71131			
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000000			

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

Jumlah observasi: 120, dengan melakukan *winsorize* untuk *outlier* yang ditetapkan berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

DIV = rasio besarnya dividen perusahaan terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, DFCF = 1 apabila jumlah aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan diatas *sample median*, dan 0 apabila sebaliknya, LEV = rasio dari total *liabilities* terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, ROE = rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, GROWTHOPP = rasio *market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

Tabel 4.12
Hasil Regresi Model Penelitian

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DSIZE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \varepsilon_i$$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0,167582	3,209022	0,00085***
DFCF*DSIZE	+	0,122946	2,675194	0,0043***
LEV	-	-0,27442	-3,005105	0,00165***
ROE	+	0,049348	0,877984	0,1909
GROWTHOPP	-	0,045707	3,117817	0,00115***
<i>Adjusted R-squared</i>	0,267599			
<i>F-statistic</i>	11,86984			
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000000			

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (one-tailed)

Jumlah observasi: 120, dengan melakukan *winsorize* untuk *outlier* yang ditetapkan berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

DIV = rasio besarnya dividen perusahaan terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, DFCF = 1 apabila jumlah aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan diatas *sample median*, dan 0 apabila sebaliknya, DSIZE = 1 apabila ukuran perusahaan berada diatas *sample median*, dan 0 apabila sebaliknya, LEV = rasio dari total *liabilities* terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, ROE = rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, GROWTHOPP = rasio *market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

Tabel 4.13
Hasil Regresi Model Penelitian

$$DIV_i = \alpha + \beta_1 DFCF_i * DAGE_i + \beta_2 LEV_i + \beta_3 ROE_i + \beta_4 GROWTHOPP_i + \epsilon_i$$

	Expected Sign	Unstandardized Coefficient	t	Sig.
		B		
(Constant)		0,179967	3,18222	0,00095***
DFCF*DAGE	+	0,063875	1,459682	0,07355*
LEV	-	-0,260281	-2,796551	0,00305***
ROE	+	0,066375	1,179982	0,1202
GROWTHOPP	-	0,047902	3,105036	0,0012***
<i>Adjusted R-squared</i>	0,225754			
<i>F-statistic</i>	9,674495			
<i>Prob(F-statistic)</i>	0,000000			

*** signifikan pada level $\alpha = 1\%$ (*one-tailed*)

* signifikan pada level $\alpha = 10\%$ (*one-tailed*)

Jumlah observasi: 120, dengan melakukan *winsortize* untuk *outlier* yang ditetapkan berdasarkan batas 3 standar deviasi dari nilai *mean*.

DIV = rasio besarnya dividen perusahaan terhadap laba bersih perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, DFCF = 1 apabila jumlah aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan diatas *sample median*, dan 0 apabila sebaliknya, DAGE = 1 apabila umur perusahaan berada diatas *sample median*, dan 0 apabila sebaliknya, LEV = rasio dari total *liabilities* terhadap total aset pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, ROE = rasio dari laba terhadap nilai buku ekuitas perusahaan *i* pada akhir periode penelitian, GROWTHOPP = rasio *market to book value* pada perusahaan *i* pada akhir periode penelitian.

4.4 Analisis Hasil Pengujian Hipotesis

Setelah melakukan beberapa pengujian untuk mendapatkan hasil atas hipotesis-hipotesis penelitian yang sudah dirancang, berikut merupakan hasil analisis pengujian hipotesis yang diperoleh melalui pengolahan data pada bagian sebelumnya.

4.4.1 Pengaruh *Agency Problem* terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*)

Pengujian hipotesis 1a ditujukan untuk melihat pengaruh dari adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan tersebut, dengan melihat ketersediaan aliran kas bebas dalam perusahaan sebagai pengukur kemungkinan adanya *agency problem*. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.11 terlihat bahwa variabel DFCF memiliki koefisien positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$. Dari hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan terbukti mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen perusahaan tersebut. Dengan kata lain, *agency problem* merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan. Hal ini berarti jika suatu perusahaan memiliki jumlah aliran kas bebas yang cukup besar, dimana hal ini menandakan kemungkinan akan terjadinya *agency problem*, maka perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar pula untuk mencegah atau mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan. Hal ini dilakukan untuk mencegah penyalahgunaan dana atau aliran kas bebas tersebut oleh para manajer (agen). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas dalam jumlah besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar pula untuk mengurangi kemungkinan terjadinya *agency problem* dalam perusahaan tersebut. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian 1a, sehingga hipotesis 1a tidak dapat ditolak.

Hasil ini sejalan dengan penelitian Chae *et al.* (2009) yang mendapatkan hasil *agency problem* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Dalam penelitian tersebut disimpulkan bahwa pembayaran dividen terbukti sebagai salah satu cara untuk mengurangi adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan dengan membayarkan kas lebih banyak kepada pemegang saham. Hasil ini juga mendukung hasil penelitian Rozeff (1982) yang membuktikan bahwa pembayaran dividen merupakan salah satu aksi *bonding* yang dilakukan oleh para manajer untuk mengurangi *agency problem* di dalam perusahaan. *Agency problem* mungkin timbul dalam suatu perusahaan apabila terdapat aliran kas bebas dalam jumlah cukup besar dalam perusahaan tersebut. Dengan adanya aliran kas bebas dalam jumlah besar ini memungkinkan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Sehingga Jensen (1986) menawarkan mekanisme untuk mengurangi jumlah aliran kas bebas ini dengan cara meningkatkan distribusi kas kepada pemegang saham, salah satunya melalui pembayaran dividen. Hasil penelitian ini juga diperkuat dengan pernyataan Zwiebel (1996) bahwa dengan membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham, maka dapat menekan adanya *agency problem* dalam suatu perusahaan.

Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *agency problem*, pada umumnya akan membayarkan dividen lebih tinggi sehingga jumlah aliran kas bebas yang tersisa akan lebih sedikit dan mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut. Namun lain halnya apabila terdapat hambatan pendanaan eksternal di dalam perusahaan tersebut. Selain dari laba ditahan (*retained earnings*), perusahaan biasanya juga melakukan pinjaman eksternal guna mendapatkan dana untuk membayarkan dividen dalam jumlah besar kepada para pemegang saham. Apabila terdapat hambatan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan, maka perusahaan tersebut akan menghadapi kesulitan untuk mendapatkan dana pinjaman dari pihak eksternal perusahaan, karena pihak kreditur sudah memiliki kriteria-kriteria yang harus dipenuhi oleh perusahaan sebagai pihak

debitur dalam mendapatkan pinjaman. Dengan demikian, perusahaan yang terdapat *agency problem* di dalamnya dan juga memiliki hambatan pendanaan eksternal cenderung untuk tidak membayarkan dividen dalam jumlah besar guna mengurangi *agency problem* yang ada.

4.4.2 Pengaruh *Agency Problem* terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Policy*) Perusahaan dalam Situasi terdapat Hambatan Pendanaan Eksternal (*External Financing Constraints*)

Pengujian hipotesis 2a dan 3a ditujukan untuk melihat pengaruh dari adanya *agency problem* terhadap kebijakan pembayaran dividen suatu perusahaan jika terdapat hambatan pendanaan eksternal. Terdapat dua pendekatan atau *proxy* yang digunakan dalam penelitian ini untuk melihat adanya hambatan pendanaan eksternal dalam suatu perusahaan. Pendekatan pertama adalah ukuran (*size*) perusahaan yang diwakili oleh hipotesis 2a dan pendekatan kedua adalah umur (*age*) perusahaan yang diwakili oleh hipotesis 3a.

4.4.2.1 Ukuran (*size*) Perusahaan sebagai *Proxy* dari Hambatan Pendanaan Eksternal

Pengujian hipotesis 2a ditujukan untuk melihat pengaruh dari adanya *agency problem* terhadap kebijakan pembayaran dividen suatu perusahaan jika terdapat hambatan pendanaan eksternal. Pendekatan atau *proxy* pertama yang digunakan adalah ukuran (*size*) perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.12 terlihat bahwa variabel $DFCF \cdot DSIZE$ memiliki koefisien positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$. Dari hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa adanya hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan melihat ukuran perusahaan, terbukti mempengaruhi kebijakan

pembayaran dividen untuk mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki *agency problem* biasanya cenderung akan membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk meminimalisasi *agency problem* yang terjadi. Namun apabila terdapat situasi hambatan pendanaan eksternal pada perusahaan tersebut, maka perusahaan menjadi enggan untuk membayarkan dividen dalam jumlah besar guna mengatasi/mengurangi *agency problem* tersebut. Adanya situasi hambatan pendanaan eksternal perusahaan ditandai dengan melihat ukuran (*size*) dari perusahaan itu sendiri yang diukur melalui jumlah aset yang dimiliki. Apabila jumlah aset yang dimiliki relatif sedikit/kecil dibandingkan perusahaan lainnya, maka perusahaan tersebut dapat dikatakan merupakan perusahaan yang berukuran kecil dan memiliki hambatan pendanaan eksternal. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan jumlah aset yang lebih sedikit dibandingkan perusahaan lain, akan membayarkan dividen dalam jumlah lebih sedikit kepada para pemegang saham dibandingkan perusahaan lainnya. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian 2a, sehingga hipotesis 2a tidak dapat ditolak.

Hasil pengujian dari hipotesis tersebut sejalan dengan penelitian Chae *et al.* (2009) yang mendapatkan hasil bahwa hambatan pendanaan eksternal sesungguhnya mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Dalam penelitian tersebut disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki hambatan eksternal, akan cenderung lebih sulit dalam mendapatkan pinjaman/pendanaan eksternal, sehingga membuat perusahaan tidak membayarkan dividen dalam jumlah yang terlalu besar untuk mengurangi *agency problem* yang terjadi. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Xu *et al.* (2009), salah satu *proxy* yang digunakan untuk mengukur hambatan pendanaan eksternal adalah ukuran (*size*) perusahaan.

Hipotesis 2a menjelaskan pengaruh dari ukuran (*size*) perusahaan sebagai *proxy* atas hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan dividen perusahaan dalam kondisi terdapat *agency problem*. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini mendukung hasil penelitian Xu *et al.* (2009), yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki jumlah aset lebih kecil dibandingkan perusahaan lain akan memiliki hambatan pendanaan eksternal, sehingga memiliki *dividend payout ratio* yang lebih kecil dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan kecil yang biasanya memiliki jumlah aset yang tidak begitu besar cenderung tidak begitu dikenal atau diketahui oleh perusahaan-perusahaan lain. Sehingga hal ini menyebabkan perusahaan-perusahaan kecil tersebut akan menghadapi asimetrik informasi yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang memiliki aset lebih besar, dan akan membuat perusahaan tersebut memiliki hambatan dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Xu *et al.*, 2009). Dengan demikian, perusahaan yang termasuk dalam kategori ini biasanya tidak akan membayarkan dividen dalam jumlah besar, mengingat hambatan yang dihadapi dalam melakukan pinjaman eksternal untuk mendanai pembayaran dividen ini. Perusahaan dalam kategori ini cenderung untuk membayarkan dividen dalam jumlah lebih sedikit walaupun terdapat *agency problem* dan membiarkan masalah ini diatasi dengan tata kelola perusahaan yang baik jika ada.

4.4.2.2 Umur (*age*) Perusahaan sebagai *Proxy* dari Hambatan Pendanaan Eksternal

Pengujian hipotesis 3a ditujukan untuk melihat pengaruh dari adanya *agency problem* terhadap kebijakan pembayaran dividen suatu perusahaan jika terdapat hambatan pendanaan eksternal. Pendekatan atau *proxy* kedua yang digunakan adalah umur (*age*) perusahaan.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.13 terlihat bahwa variabel $DFCF \cdot DAGE$ memiliki koefisien positif dan signifikan pada $\alpha = 10\%$. Dari hasil pengujian tersebut menunjukkan bahwa adanya hambatan pendanaan eksternal yang diukur dengan melihat umur perusahaan, terbukti mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen untuk mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan. Adanya situasi hambatan pendanaan eksternal perusahaan ditandai dengan melihat umur (*age*) perusahaan itu sendiri yang diukur dari lamanya perusahaan terdaftar di dalam bursa efek. Perusahaan yang baru sebentar terdaftar di bursa efek, disimpulkan akan memiliki hambatan pendanaan eksternal yang lebih besar dibandingkan perusahaan yang sudah lebih dulu terdaftar. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki *agency problem* dan umur (*age*) yang relatif belum lama menjadi perusahaan publik, akan membayarkan dividen jumlah lebih sedikit kepada para pemegang saham dibandingkan perusahaan lainnya. Hasil ini mendukung hipotesis penelitian 3a, sehingga hipotesis 3a tidak dapat ditolak.

Hasil pengujian dari hipotesis tersebut sejalan dengan penelitian Chae *et al.* (2009) yang mendapatkan hasil bahwa hambatan pendanaan eksternal sesungguhnya mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Dalam penelitian tersebut disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki hambatan eksternal, akan cenderung lebih sulit dalam mendapatkan pinjaman/pendanaan eksternal, sehingga membuat perusahaan tidak membayarkan dividen dalam jumlah yang terlalu besar untuk mengurangi *agency problem* yang terjadi. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Xu *et al.* (2009), salah satu *proxy* yang digunakan untuk mengukur hambatan pendanaan eksternal adalah umur (*age*) perusahaan.

Hipotesis 3a menjelaskan pengaruh dari umur (*age*) perusahaan sebagai *proxy* atas hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan dividen perusahaan dalam kondisi terdapat *agency problem*. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini kembali

mendukung hasil penelitian Xu *et al.* (2009), yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki umur (*age*) relatif belum lama menjadi perusahaan publik akan memiliki *dividend payout ratio* yang lebih kecil dibandingkan perusahaan lainnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang baru terdaftar di dalam bursa, cenderung belum memiliki reputasi yang dapat dibuktikan. Sehingga akan membuat perusahaan sulit dalam mendapatkan pendanaan eksternal (Baker *et al.*, 2003). Dengan demikian, perusahaan yang termasuk dalam kategori ini biasanya tidak akan membayarkan dividen dalam jumlah besar karena perusahaan akan menghadapi hambatan/kesulitan ketika melakukan pinjaman eksternal untuk mendanai pembayaran dividen ini. Perusahaan dalam kategori ini cenderung untuk membayarkan dividen dalam jumlah lebih sedikit walaupun terdapat *agency problem* di dalamnya.

4.5 Analisis Pengaruh Variabel Kontrol Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan (*Dividend Policy*)

Pada bagian berikut merupakan analisis pengaruh dari adanya beberapa variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini terhadap variabel dependen, yaitu kebijakan dividen perusahaan. Seperti yang sudah dijelaskan sebelumnya, bahwa keberadaan variabel kontrol sengaja dibuat konstan sehingga pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen tidak dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diamati. Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *leverage*, profitabilitas, dan kesempatan/peluang pertumbuhan perusahaan.

4.5.1 Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.11, 4.12, dan 4.13 terlihat bahwa variabel LEV memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ terhadap kebijakan dividen perusahaan, yang berarti bahwa semakin tinggi tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan, maka akan semakin rendah pula *dividend payout ratio* yang akan dibayarkan perusahaan tersebut. Karena semakin besarnya *financial leverage* yang dilakukan perusahaan, tentunya akan semakin besar pula kewajiban bunga yang harus dibayarkan atas pinjaman tersebut. Sehingga apabila perusahaan tetap ingin membayar dividen dalam jumlah besar, akan meningkatkan jumlah pinjaman dan akan meningkatkan juga beban bunga yang harus dibayarkan. Hal ini tentunya sangat dihindari oleh perusahaan yang tidak memiliki cukup dana/kas. Dengan demikian, perusahaan yang sudah memiliki *leverage* dalam jumlah cukup tinggi, cenderung untuk tidak membayarkan dividen dalam jumlah yang besar guna menghindari beban bunga yang akan semakin besar.

Hasil yang diperoleh dari penelitian ini mendukung hasil penelitian Chae *et al.* (2009) yang menunjukkan hubungan negatif antara *leverage* dengan *dividend payout*. Allen (1993) dalam Kaweny (2007) juga mengemukakan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Karena perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi akan melakukan pinjaman lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *dividend payout ratio* lebih rendah dalam kondisi jika perusahaan tidak memiliki dana cukup untuk membiayai dividen ini. Namun terdapat penelitian lain yang memiliki hasil pengujian yang berbeda. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Adedeji (1998) dalam Kaweny (2007) menemukan bahwa *financial leverage* mempunyai pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio*. Bahkan Imanda-Nasir (2006) dalam Kaweny (2007) mengatakan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen

perusahaan, dikarenakan *dividend payout ratio* akan selalu berubah dan menyesuaikan dengan tingkat *earning* yang baru.

4.5.2 Pengaruh Profitabilitas Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.11, 4.12, dan 4.13 terlihat bahwa variabel ROE yang mewakili *profitability* perusahaan memiliki hubungan yang positif namun tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas mencerminkan sumber pendanaan utama perusahaan, dimana perusahaan yang tengah mengalami kerugian cenderung tidak akan membayarkan dividen. Namun dalam penelitian ini dibuktikan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini bisa disebabkan karena walaupun perusahaan tengah mengalami kerugian, namun tetap dapat membayarkan dividen yang diambil dari laba ditahan perusahaan (*retained earnings*), bukan diambil melalui laba (*earnings*) perusahaan.

Hasil yang diperoleh dari penelitian ini juga diperkuat oleh hasil penelitian Afza (2010) yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan berhubungan positif namun tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout*, melainkan berpengaruh signifikan terhadap *dividend intensity*. Hubungan positif antara profitabilitas dan *dividend payout* juga diperkuat dengan hasil penelitian Theobald (1978) dalam Kaweny (2007) yang menyatakan bahwa perusahaan yang dapat menghasilkan laba tinggi, akan lebih mampu melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi profitabilitas berarti semakin cukup dana yang tersedia untuk membayar dividen.

4.5.3 Pengaruh Peluang Pertumbuhan Perusahaan (*Growth Opportunity*) Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4.11, 4.12, dan 4.13 terlihat bahwa variabel GROWTHOPP memiliki pengaruh yang positif dan signifikan pada $\alpha = 1\%$ terhadap kebijakan dividen perusahaan, yang berarti bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan perusahaan, maka akan semakin besar juga jumlah dividen yang dibayarkan perusahaan. Hasil penelitian ini sangat berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang mayoritas menunjukkan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh yang negatif terhadap dividen. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Allen (1993) dan Adedeji (1998) dalam Kaweny (2007) yang menemukan bahwa dividen memiliki pengaruh yang negatif pada investasi di masa selanjutnya. Seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki banyak kesempatan untuk investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga perusahaan mempunyai *internal equity* untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Selain itu, hubungan negatif ini juga dapat diperjelas dengan melihat perusahaan yang memiliki *market-to-book value* yang tinggi. Perusahaan dengan *market-to-book value* yang tinggi, akan memiliki serangkaian kesempatan investasi yang lebih besar. Sehingga membuat perusahaan jenis ini memiliki *dividend payout ratio* yang rendah.

Namun, dalam penelitian ini dibuktikan bahwa peluang pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang akan dibayarkan. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Chae *et al.* (2009) dan D'Souza dan Saxena (1999). D'Souza dan Saxena (1999) menjelaskan dalam konteks *international firms*, besarnya dividen yang dibayarkan tidak terikat dengan

kesempatan investasi perusahaan di masa datang. Dengan kata lain, kebijakan dividen dari perusahaan-perusahaan ini terlepas atau *independent* terhadap keputusan investasi mereka. Hal ini bisa disebabkan karena perusahaan tidak bergantung pada laba ditahan perusahaan saja, melainkan juga sangat mengandalkan pendanaan eksternal nya (*external financing*) untuk melakukan pembayaran dividen maupun investasi di masa depan. Sehingga *signalling* yang timbul adalah bahwa ketika kesempatan pertumbuhan perusahaan meningkat, maka dividen yang akan dibayarkan perusahaan pun juga akan meningkat.



BAB 5

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis yang telah dilakukan, maka dapat disimpulkan, sebagai berikut:

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *agency problem* terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan (*dividend payout policy*). Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki *agency problem* akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar untuk mengatasi adanya *agency problem* di dalam perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang cukup besar dan diduga memiliki *agency problem*, tentunya akan melakukan beberapa tindakan untuk mengurangi adanya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal tersebut. Salah satu tindakan atau mekanisme yang biasa dilakukan perusahaan untuk mengatasi masalah ini adalah dengan meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan. Dengan demikian, maka aliran kas bebas yang tersedia dalam perusahaan pun akan berkurang jumlahnya, sehingga dapat mengurangi kemungkinan pihak manajemen untuk menyalahgunakan dana tersebut, sehingga konflik kepentingan antara agen dan prinsipal tersebut (*agency problem*) dapat teratasi.
2. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan (*dividend payout policy*). Ukuran perusahaan ini merupakan salah satu pengukuran/pendekatan yang digunakan untuk melihat adanya hambatan pendanaan eksternal dalam perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang berukuran besar sehingga diasumsikan tidak memiliki hambatan pendanaan eksternal akan membayarkan

dividen dalam jumlah besar untuk mengatasi *agency problem* di dalam perusahaan.

Hal ini disebabkan karena perusahaan besar yang biasanya memiliki jumlah aset yang tidak sedikit akan lebih meyakinkan bagi pihak kreditur untuk diberikan pinjaman dana. Sehingga, perusahaan yang berukuran besar biasanya tidak memiliki hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal dan dapat membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk mengatasi *agency problem* di dalam perusahaan.

Selanjutnya, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa umur perusahaan terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan (*dividend payout policy*). Umur perusahaan ini merupakan salah satu pengukuran/pendekatan yang digunakan untuk melihat adanya hambatan pendanaan eksternal dalam perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang sudah lebih lama menjadi perusahaan publik sehingga diasumsikan tidak memiliki hambatan pendanaan eksternal, akan membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk mengatasi *agency problem* di dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang sudah lebih lama menjadi perusahaan publik cenderung lebih dikenal luas dan sudah memiliki reputasi serta *track record* performa yang diketahui oleh perusahaan-perusahaan lain, sehingga membuat perusahaan lama ini tidak sulit dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Dengan demikian, perusahaan yang sudah lebih lama menjadi perusahaan publik biasanya tidak memiliki hambatan dalam memperoleh pendanaan eksternal dan dapat membayarkan dividen dalam jumlah besar untuk mengatasi *agency problem* di dalam perusahaan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Adapun keterbatasan dalam penelitian ini, yaitu:

- ❖ Tahun penelitian yang digunakan terbatas hanya 1 tahun saja yaitu 2009. Hal ini dikarenakan terdapat beberapa data yang diperlukan tidak tersedia pada tahun-tahun sebelumnya. Sehingga rentang penelitian atas kebijakan dividen hanya terletak pada satu periode saja, dimana banyak perusahaan sampel yang tidak membayarkan dividen pada tahun 2009. Padahal seperti yang kita ketahui, perusahaan belum tentu setiap tahun melakukan pembayaran dividen, melainkan bisa dilakukan pada periode kapan saja.
- ❖ Obyek yang dijadikan penelitian belum meliputi seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Hanya menggunakan 120 perusahaan akibat dari tidak terpenuhinya kriteria – kriteria yang dibutuhkan, seperti laporan tahunan yang tidak lengkap dan dikeluarkannya perusahaan yang termasuk dalam kategori perusahaan keluarga (*family business*). Karena diduga bahwa perusahaan yang masih termasuk perusahaan keluarga atau kepemilikan keluarganya cukup tinggi, maka kemungkinan terjadinya konflik kepentingan antara agen dan prinsipal (*agency problem*) akan lebih kecil.
- ❖ Obyek yang dijadikan penelitian merupakan perusahaan-perusahaan yang diduga memiliki *agency problem* yang dilihat dari jumlah aliran kas bebas yang dimiliki. Sehingga, ketersediaan aliran kas bebas yang cukup besar ini memungkinkan pihak agen untuk menyalahgunakan dana tersebut demi insentif/kepentingan pribadi mereka semata, seperti melakukan *overinvestment* yang bisa merugikan pemegang saham (pihak prinsipal). Kemudian, perusahaan-perusahaan ini juga diasumsikan tidak/belum menerapkan *tools* lain untuk mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan, seperti penerapan *Good Corporate Governance*, penerapan *Employee Stock Ownership Program (ESOP)* maupun *Management Stock Option Program (MSOP)*, dll.

- ❖ Indikator *corporate governance (CG)* yang tidak disertakan dalam penelitian ini, karena keterbatasan akses data dalam mendapatkan *Corporate Governance Index* sebagai nilai ukur dari variabel CG itu sendiri. Dimana variabel CG ini sesungguhnya merupakan variabel yang juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan ketika terdapat *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal di dalam perusahaan.
- ❖ Penggunaan *proxy* yang sedikit dan terbatas dalam mewakili variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.

5.3 Saran

5.3.1 Bagi Peneliti dan Akademisi

Bagi peneliti dan akademisi diharapkan dapat menjabarkan lebih lengkap lagi mengenai alasan atau mekanisme dibalik adanya pengaruh *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal terhadap kebijakan deviden perusahaan. Dismaping itu, peneliti dan akademisi diharapkan juga menaruh perhatian lebih kepada hal-hal lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan selain faktor *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal. Karena selain dari kedua faktor tersebut, bisa saja ada kondisi-kondisi lain diluar perusahaan yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan.

5.3.2 Bagi Investor

Bagi investor yang memiliki ketertarikan penuh terhadap pembagian/pembayaran dividen, maka agar lebih memperhatikan faktor *agency problem* serta hambatan pendanaan eksternal perusahaan, sebelum memutuskan untuk menanamkan modalnya ke dalam suatu perusahaan tertentu. Karena dari penelitian ini telah terbukti bahwa variabel *agency problem* dan hambatan pendanaan eksternal memiliki pengaruh terhadap jumlah dividen yang akan dibayarkan

perusahaan kepada pemegang saham atau investor. Selain *capital gain*, tentunya seorang investor juga mengharapkan dividen sebagai imbalan atau hasil dari investasi yang mereka lakukan di dalam suatu perusahaan.

5.3.3 Bagi Perusahaan

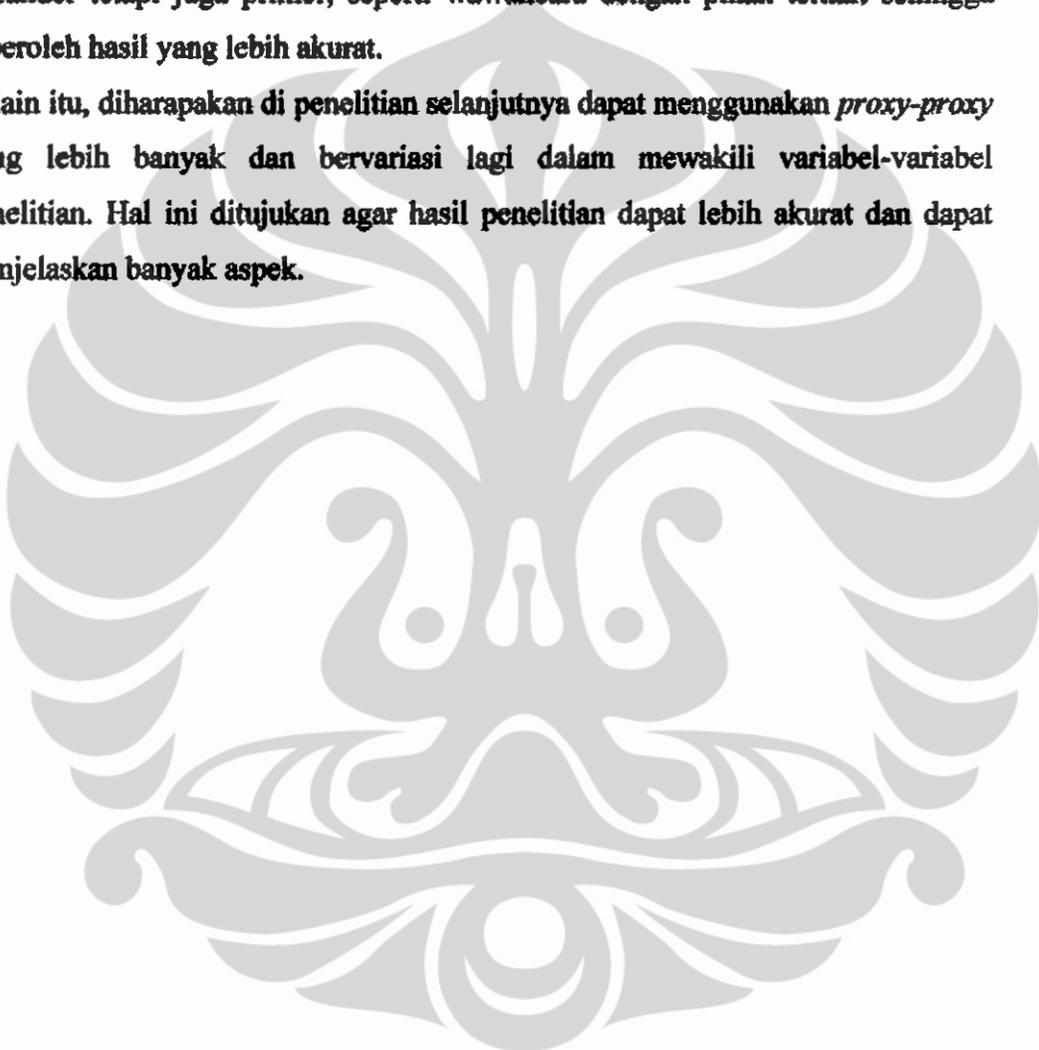
Untuk perusahaan diharapkan dapat menaruh perhatian lebih terhadap keputusan perusahaan dalam penetapan kebijakan pembayaran dividen. Karena seperti yang diketahui, pembayaran dividen ini akan menghasilkan dua sisi yang saling berlawanan. Pertama, pembayaran dividen ini dapat mencegah dan mengurangi adanya *agency problem* di dalam perusahaan, dimana hal ini merupakan hal yang positif. Namun di sisi lain, pembayaran dividen ini juga dapat meningkatkan jumlah pinjaman yang harus dipinjam perusahaan ke pihak eksternal untuk mendanai pembayaran dividennya, dimana hal ini merupakan hal yang negatif. Terlebih lagi apabila perusahaan tersebut memiliki hambatan atau kesulitan dalam memperoleh pinjaman dari pihak eksternal, maka perusahaan tersebut akan lebih sulit untuk mendapatkan pinjaman, sehingga perusahaan harus lebih cermat dan bijak dalam menentukan kebijakan dividennya.

5.3.4 Bagi Penelitian Selanjutnya

- ❖ Agar memperpanjang tahun penelitian yaitu lebih dari satu tahun, sehingga dapat melakukan perbandingan dan menggambarkan kondisi sebenarnya dari pengaruh variabel yang digunakan terhadap kebijakan dividen perusahaan (*dividend payout policy*).
- ❖ Perusahaan yang dijadikan sampel disarankan berasal dari semua industri sehingga dapat melakukan analisis per industri. Dapat juga memasukkan semua perusahaan yang sebelumnya tidak ikut diteliti karena dikategorikan sebagai

perusahaan keluarga (*family business*), dengan tujuan untuk melihat pengaruhnya secara lebih luas lagi.

- ❖ Diharapkan penelitian selanjutnya juga dapat memasukkan variabel *Corporate Governance* sebagai variabel penelitian, dan memperoleh nilai atau indeks CG yang lengkap dan akurat dengan melakukan perolehan data tidak hanya secara sekunder tetapi juga primer, seperti wawancara dengan pihak terkait sehingga diperoleh hasil yang lebih akurat.
- ❖ Selain itu, diharapkan di penelitian selanjutnya dapat menggunakan *proxy-proxy* yang lebih banyak dan bervariasi lagi dalam mewakili variabel-variabel penelitian. Hal ini ditujukan agar hasil penelitian dapat lebih akurat dan dapat menjelaskan banyak aspek.



**Lampiran : Daftar Nama Perusahaan Sampel yang masuk dalam kategori
Non-family business**

No	Kode	Nama Perusahaan	Industri
1	ADES	Akasha Wira Inti	Industri Pengolahan
2	ADHI	Adhi Karya	Industri Bangunan/Konstruksi
3	ADMG	Polychem Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
4	AIMS	Akbar Indo Makmur Stimec Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran
5	AKKU	Aneka Kemasindo Utama Tbk PT	Industri Pengolahan
6	AKPI	Argha Karya Prima Industry Tbk PT	Industri Pengolahan
7	AKRA	AKR Corporindo Tbk PT	Industri Pengolahan
8	ANTM	Aneka Tambang	Industri Pertambangan
9	ARGO	Argo Pantes	Industri Pengolahan
10	ARNA	Arwana Citramulia Tbk PT	Industri Pengolahan
11	ASGR	Astra Graphia Tbk PT	Industri Pengolahan
12	AUTO	Astra Otoparts Tbk PT	Industri Pengolahan
13	BATA	Sepatu Bata Tbk PT	Industri Pengolahan
14	BKSL	Sentul City Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
15	BMSR	Bintang Mitra Semestaraya Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
16	BMTR	Global Mediacom Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
17	BNBR	Bakrie and Brothers Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
18	BRPT	Barito Pacific Tbk PT	Industri Pengolahan
19	BSDE	Bumi Serpong Damai PT	Industri Bangunan/Konstruksi
20	CEKA	Cahaya Kalbar	Industri Pengolahan
21	CITA	Cita Mineral Investindo Tbk PT	Aneka Industri
22	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk PT	Aneka Industri
23	CNTB	Century Textile Industry Tbk PT	Industri Pengolahan
24	CSAP	Catur Sentosa Adiprana Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran
25	CPDW	Cipendawa Tbk PT	Industri Pertanian

No	Kode	Nama Perusahaan	Industri
26	CTBN	Citra Tubindo Tbk PT	Industri Pengolahan
27	CTRP	Ciputra Property TBK PT	Industri Bangunan/Konstruksi
28	CTRS	Ciputra Surya Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
29	CTTH	Citatah	Industri Pertambangan
30	DART	Duta Anggada Realty Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
31	DAVO	Davomas Abadi	Industri Pengolahan
32	DILD	Intiland Development Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
33	DLTA	Delta Djakarta	Industri Pengolahan
34	DVLA	Darya-Varia Laboratoria Tbk PT	Industri Pengolahan
35	DYNA	Dynaplast Tbk PT	Industri Pengolahan
36	ELSA	Einusa	Industri Pertambangan
37	EPMT	Enseval Putera Megatrading Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran
38	ETWA	Eterindo Wahanatama Tbk PT	Indstri Pengolahan
39	FREN	Mobile-8 Telecom Tbk	Industri Pengangkutan dan Komunikasi
40	GDYR	Goodyear Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
41	GJTL	Gajah Tunggal Tbk PT	Industri Pengolahan
42	GMCW	Grahamas Citrawisata Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
43	GMTD	Gowa Makassar Tourism Development Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
44	IGAR	Kageo Igar Jaya Tbk PT	Industri Pengolahan
45	IKBI	Sumi Indo Kabel Tbk PT	Industri Pengolahan
46	INAF	Indofarma Tbk PT	Industri Pengolahan
47	INCO	International Nickel Indonesia Tbk PT	Industri Pertambangan
48	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk PT	Industri Pengolahan
49	INDR	Indo-Rama Synthetics Tbk PT	Industri Pengolahan
50	INPP	Indonesian Paradise Property Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi

No	Kode	Nama Perusahaan	Industri
51	INTP	Indocement Tunggul Prakarsa Tbk PT	Industri Pengolahan
52	ISAT	Indosat Tbk PT	Industri Pengangkutan dan Komunikasi
53	ITMG	Indo Tambang Raya Megah	Industri Pertambangan
54	JPFA	Japfa	Industri Pertanian
55	JPRS	Jaya Pari Steel Tbk PT	Industri Pengolahan
56	JRPT	Jaya Real Property Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
57	JSMR	Jasa Marga PT	Aneka Industri
58	JSPT	Jakarta Setiabudi Internasional Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
59	KAEF	Kimia Farma Tbk PT	Industri Pengolahan
60	KBLV	First Media Tbk PT	Aneka Industri
61	KDSI	Kedawang Setia Industrial Ltd Tbk PT	Industri Pengolahan
62	KIAS	Keramika Indonesia Assosiasi Tbk PT	Industri Pengolahan
63	KICI	Kedaung Indah Can Tbk PT	Industri Pengolahan
64	LION	Lion Metal Works Tbk PT	Industri Pengolahan
65	LMAS	Limas Centric Indonesia Tbk PT	Aneka Industri
66	LPCK	Lippo Cikarang Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
67	LPIN	Multi Prima Sejahtera Tbk PT	Industri Pengolahan
68	LPKR	Lippo Karawaci	Industri Bangunan/Konstruksi
69	LPLI	Star Pacific Tbk PT	Aneka Industri
70	LPPF	Matahari Department Store Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran
71	MAIN	Malindo Feedmil	Industri Pertanian
72	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk PT	Industri Pengolahan
73	MEDC	Medco	Industri Pertambangan
74	MERK	Merck Tbk PT	Industri Pengolahan
75	MITI	Mitra Investindo Tbk PT	Industri Pengolahan

No	Kode	Nama Perusahaan	Industri
76	MLBI	Multi Bintang	Industri Pengolahan
77	MLPL	Multipolar Corp Tbk PT	Industri Pengolahan
78	MNCN	Media Nusantara Citra Tbk PT	Aneka Industri
79	MRAT	Mustika Ratu Tbk PT	Industri Pengolahan
80	MYTX	Apac Citra Centertex Tbk PT	Industri Pengolahan
81	OMRE	Indonesia Prima Property Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
82	PBRX	Pan Brothers Tbk PT	Industri Pengolahan
83	PDES	Destinasi Tirta Nusantara Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
84	PGAS	Perusahaan Gas Negara PT	Industri Pertambangan
85	PICO	Pelangi Indah CanIndo Tbk PT	Industri Pengolahan
86	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
87	PLAS	Polaris investama Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
88	PLIN	Plaza Indonesia Realty Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
89	PRAS	Prima Alloy Steel Universal Tbk PT	Industri Pengolahan
90	PSAB	Pelita Sejahtera Abadi Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran
91	PSDN	Prasidha Aneka Niaga Tbk PT	Industri Pengolahan
92	PTRO	Petrosea	Industri Pertambangan
93	PTSP	Pioneerindo Gourmet Intl	Industri Pengolahan
94	RBMS	Ristia Bintang Mahkotasejati Tbk PT	Industri Bangunan/Konstruksi
95	RIGS	Rig Tenders Indonesia Tbk PT	Industri Pengangkutan dan Komunikasi
96	RMBA	Bentoel Internasional Investama Tbk PT	Industri Pengolahan
97	SCPI	Schering-Plough Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
98	SGRO	Sampoerna Agro	Industri Pertanian
99	SIAP	Sekawan Intipratama Tbk PT	Industri Pengolahan
100	SIDP	Sierrad	Industri Pertanian

No	Kode	Nama Perusahaan	Industri
101	SIMA	Siwani Makmur Tbk PT	Industri Pengolahan
102	SKLT	Sekar Laut Tbk	Industri Pengolahan
103	SMCB	Holcim Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
104	SMGR	Semen Gresik Persero Tbk PT	Industri Pengolahan
105	SMSM	Selamat Sempurna Tbk PT	Industri Pengolahan
106	SPMA	Suparma Tbk PT	Industri Pengolahan
107	SQMI	Allbond Makmur Usaha Tbk PT	Industri Pengolahan
108	SULI	Sumalindo Lestari Jaya Tbk PT	Industri Pengolahan
109	TCID	Mandom Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
110	TINS	Timah Tbk	Industri Pertambangan
111	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk PT	Industri Pengangkutan dan Komunikasi
112	TPIA	Tri Polyta Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
113	TRST	Trias Sentosa Tbk PT	Industri Pengolahan
114	TRUB	Truba Alam Manunggal	Industri Bangunan/Konstruksi
115	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk PT	Industri Pengolahan
116	TOTO	Surya Toto Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
117	UNSP	Bakrie Sumatera Plantation	Industri Pertanian
118	UNTR	United Tractors Tbk PT	Industri Pengolahan
119	UNVR	Unilever Indonesia Tbk PT	Industri Pengolahan
120	WICO	Wicaksana Overseas International Tbk PT	Industri Perdagangan, Hotel, dan Restoran