

Faktor Penentu Kebijakan Deviden: Implikasi Afiliasi Grup Bisnis

Atika Jauharia Hatta H.

Staf Pengajar pada STIE Nusa Megar Kencana Yogyakarta

Maria Magdalena

Staf Pengajar pada Fakultas Ekonomi Universitas Proklamasi 45 Yogyakarta

Abstract

This paper investigates the agency theory of dividend policy in emerging market such in Indonesia. The main innovation is achieved by introducing business group affiliation into the original cost minimisation model. Using pooled cross section time series of 59 companies listed on the Indonesian Stock Exchange with 135 observations, the result shows that only financial leverage, growth, size, and the percentage held by the institutional that statistically significant effect the dividend payout ratio.

Keywords: *dividend policy, agency cost, transaction cost, affiliation business group.*

PENDAHULUAN

Semenjak adanya argumen *dividend irrelevant* dalam pasar modal yang sempurna, yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961), memberikan perkembangan penting dalam teori keuangan. Beberapa kontroversi timbul berkaitan dengan kebijakan deviden pada kehidupan nyata dimana pasar tidak sempurna muncul. Munculnya asimetri informasi yang disebabkan adanya *moral hazard*, teori keagenan, pajak, dan biaya transaksi membuat kebijakan deviden menjadi sesuatu yang berarti (lihat Al-Malkawi, 2008; Kim *et al.* 2007; Manos, 2002; Alli *et al.* 1993, dan lain-lain).

Teori keagenan memunculkan hubungan antara manajemen sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Dalam hal ini direktur dan manajer yang kemudian disebut sebagai pihak manajemen, berperan sebagai agen dari pemilik perusahaan, yang mengelola jalannya perusahaan dan diharapkan akan bertindak atas nama *shareholder*, dengan tujuan memaksimumkan nilai perusahaan sehingga kemakmuran *shareholder* akan tercapai. Namun pada kenyataannya, tindakan manajemen sering

menyimpang dari apa yang diharapkan oleh *shareholder*. Mereka tidak memaksimumkan kemakmuran pemegang saham namun justru tergoda untuk memaksimumkan kesejahteraan-nya sendiri (Almilia dan Silvy, 2006). Kondisi ini akan memicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham. Konflik kepentingan inilah yang kemudian disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*). Konflik keagenan yang muncul dalam perusahaan dapat terjadi pada hubungan antara: (1) pemegang saham dan manajer; (2) manajer dan kreditur; dan (3) manajer, kreditur, dan pemegang saham (Brigham and Gapenski, 2000).

Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* (biaya keagenan) atau *monitoring cost*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi adanya konflik kepentingan ini. Salah satu cara yang dapat dilakukan adalah dengan membayar deviden untuk menurunkan biaya konflik tersebut (Alli *et al.* 1993; Rozef 1982).

Tujuan dari penelitian ini adalah menerapkan model minimisasi biaya yang dikembangkan oleh Rozeff tahun 1982, pada perusahaan di Indonesia dengan memasukkan implikasi dari afiliasi grup bisnis pada kebijakan deviden. Berdasar beberapa hasil penelitian terdahulu, menunjukkan bahwa afiliasi industri mempunyai kemampuan untuk menjelaskan dalam memodelkan *payout behaviour* pada tingkat perusahaan individual (Dempsey *et al.* 1993). Penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan mempunyai pengaruh (tidak *irrelevant*), terdapat beberapa faktor yang mungkin sebagai determinan kebijakan deviden.

LANDASAN TEORI

Teori agensi dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 dimana dasar dari teori ini adalah hubungan antara prinsipal dan agen. Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (prinsipal) mempekerjakan orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Menurut Scott (2006), hubungan pemilik-manajer dalam teori agensi merupakan sebuah perwujudan untuk sejumlah besar *investor* dan manajer, yang menggambarkan pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian, sebagai sebuah model untuk dua individu yang rasional dengan kepentingan yang saling bertentangan.

Dalam hubungan keagenan bisa muncul suatu konflik atau masalah dikarenakan adanya kepentingan yang saling bertentangan antara keduanya. Ini disebut masalah

keagenan (*agency conflict*). Menurut (Weston dan Copeland, 1997) masalah keagenan yaitu divergensi kepentingan yang timbul antara prinsipal dengan agennya. Masalah atau konflik keagenan diantaranya adalah:

1. Konflik antara Pemegang Saham dengan Manajemen

Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya adalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan (1) aktivitas pencarian dana (*financing decision*), dan (2) pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Pada kondisi ini, manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasar maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

2. Konflik antara Pemegang Saham dan Kreditor

Konflik keagenan bisa juga terjadi antara pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditor (Ali, 2002). Kreditor berhak mendapatkan bagian atas laba perusahaan sebagai pembayaran bunga dan pokok pinjaman, dan berhak juga atas *asset* perusahaan pada waktu perusahaan mengalami kebangkrutan. Tetapi pemegang saham (melalui manajer) dapat membuat suatu keputusan yang mengandung resiko terhadap perusahaan. Kreditor akan dirugikan jika perusahaan mengambil proyek yang terlalu beresiko karena hal ini akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan.

3. Konflik antara Pemegang Saham, Manajer, dan Kreditor

Dalam dunia usaha, khususnya pada saat kondisi tidak stabil, seringkali terjadi perusahaan mengalami *financial distress*. Ketika perusahaan mengalami kebangkrutan, keputusan harus segera dibuat, melikuidasi usaha dengan menjual asset-assetnya, atau melakukan reorganisasi untuk mempertahankan kedudukannya. Keputusan ini akan menimbulkan konflik antara manajer dengan pemegang saham atau dengan kreditor atau keduanya, karena ada kemungkinan bahwa perusahaan masih lebih bernilai apabila mati daripada hidup.

Untuk mengatasi masalah perbedaan kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan diperlukan tambahan pengeluaran pengawasan (biaya keagenan). Menurut Weston dan Copeland (1997), biaya keagenan atau *agency cost* yaitu biaya yang menentukan cara-cara pokok dari agen untuk membuat kontrak guna mengorganisasikan kepemilikan dari perusahaan bersangkutan (misalnya, campuran hutang/ ekuitas). Aktivitas-aktivitas yang mencerminkan *agency cost*, antara lain: pengeluaran untuk memantau tindakan manajemen (Jensen & Meckling, 1976); pengeluaran insentif sebagai kompensasi untuk manajemen atas prestasi yang konsisten dalam memaksimalkan nilai perusahaan (Ali, 2002); *fidelity bond* yaitu kontrak antara perusahaan

dengan pihak ketiga di mana pihak ketiga setuju untuk membayar perusahaan jika manajer berbuat tidak jujur sehingga menimbulkan kerugian bagi perusahaan; atau dengan *golden parachutes* dan *poison pill*. *Golden parachutes* adalah suatu kontrak antara manajemen dan pemegang saham yang menjamin bahwa manajemen akan mendapat kompensasi sejumlah tertentu apabila perusahaan dibeli oleh perusahaan lain atau terjadi perubahan pengendalian perusahaan. Sedangkan *poison pill* adalah usaha pemegang saham untuk menjaga agar perusahaan agar tidak diambil-alih oleh perusahaan lain.

Pada penelitian-penelitian terdahulu terungkap bahwa terdapat beberapa alternatif yang dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan, yaitu: pertama, meningkatkan kepemilikan saham oleh manajer. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (saham manajer), manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Cara kedua dapat dilakukan dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (rasio pembayaran deviden). Menurut Crutchley dan Hansen (1989), pembayaran deviden akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran deviden yang tinggi akan mengurangi aliran kas perusahaan, sehingga perusahaan dalam memenuhi kebutuhan operasinya akan mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. Ketiga, dengan meningkatkan pendanaan melalui hutang (Jensen et. al., 1992). Dengan penambahan hutang dalam struktur modal perusahaan dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan. Cara yang terakhir adalah dengan menggunakan investor institusional sebagai *monitoring agent*.

Berkaitan dengan beberapa alternatif yang dapat dilakukan dalam mengurangi biaya keagenan, penelitian ini memfokuskan pada alternatif pengurangan biaya keagenan dengan cara meningkatkan rasio pembayaran deviden. Ide dasar dari hal tersebut adalah bahwa pengawasan terhadap perusahaan dan manajemennya akan mengurangi konflik keagenan dan meyakinkan pasar bahwa manajemen tidak mengabaikan *shareholder*. Pembayaran deviden yang besar akan menyebabkan rasio laba yang ditahan menjadi kecil sehingga perusahaan membutuhkan tambahan dana dari sumber eksternal, seperti emisi saham baru. Penambahan dana menyebabkan kinerja manajer dimonitor oleh bursa dan penyedia dana baru. Pengawasan kinerja menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham sehingga mengurangi biaya yang berkaitan dengan emisi saham baru/*floating cost* (Crutchley dan Hansen, 1989).

Pembayaran deviden yang tinggi akan mengurangi ekuitas biaya agen namun akan menaikkan biaya transaksi yang berhubungan dengan pendanaan eksternal (Rozeff, 1982). Perusahaan yang memiliki pengalaman ataupun yang mengharapkan

tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk menghindari biaya untuk pembiayaan internal. Sumber dana perusahaan berasal dari eksternal (kreditur) dan internal (pemegang saham/investor). Biaya transaksi yang dimaksudkan disini termasuk biaya implisit untuk menjaga hubungan antara perusahaan dengan pihak kreditur dan tidak hanya terbatas pada biaya administrasi dan umum untuk mendapatkan hutang saja. Dengan demikian biaya transaksi yang tinggi akan menurunkan pembayaran dividen bagi pemegang saham. Sebaliknya, jika perusahaan membayar dividen yang tinggi maka biaya keagenan akan turun, tetapi biaya transaksi akan menjadi tinggi.

Rozeff (1982) menemukan suatu model yang mendukung teori tersebut, yang disebut sebagai the *cost minimisation model*. Model ini mengkombinasikan antara biaya transaksi yang mungkin dikontrol dengan cara membatasi rasio pembayaran dividen, dengan biaya keagenan yang mungkin dikontrol dengan meningkatkan rasio pembayaran dividen. Ide dasar dari model ini adalah rasio pembayaran dividen yang optimal akan diperoleh saat jumlah dari dua tipe biaya tersebut dapat diminimalkan.

Model minimisasi biaya Rozeff merupakan regresi dari rasio pembayaran dividen perusahaan dengan enam variabel yang menjadi proksi untuk biaya transaksi, biaya keagenan, besarnya perusahaan, dan profitabilitas. Biaya transaksi dalam model tersebut menggunakan 2 variabel sebagai proksinya, yaitu: prediksi tingkat pertumbuhan dan resiko. Pertumbuhan dan resiko yang tinggi mengimplikasikan ketergantungan yang tinggi pada pendanaan eksternal yang berhubungan dengan kebutuhan investasi dan memenuhi kewajiban finansial. Hal ini berarti bahwa jika perusahaan lebih sering meningkatkan pembiayaan eksternal, maka hal tersebut akan menunjang biaya transaksi yang besar yang berkaitan dengan naiknya pendanaan eksternal. Sementara biaya keagenan dalam model tersebut diproksikan dengan kepemilikan insider. Sedangkan variabel yang ditambahkan pada model tersebut adalah kepemilikan institusional untuk mengukur dispersi perusahaan, besarnya perusahaan, dan profitabilitas.

Beberapa penelitian telah dilakukan dalam menerapkan model minimisasi biaya yang dikembangkan oleh Rozeff tahun 1982 dengan memodifikasikannya melalui penggunaan beberapa variabel yang lain. Lloyd, Jahera, and Page (1985) merupakan satu dari beberapa penelitian awal yang memodifikasikan model Rozeff dengan menambahkan variabel besarnya perusahaan. Dengan menggunakan OLSQ regresi *cross sectional* yang diterapkan pada 957 perusahaan di Amerika tahun 1984, hasil dari penelitian tersebut mendukung model minimisasi biaya Rozeff dan menunjukkan bahwa besarnya perusahaan merupakan variabel yang penting dalam menjelaskan model.

Penelitian serupa juga dilakukan oleh Schooley and Barney (1994), dengan menambahkan suatu pengukuran pada kepemilikan *insider* (*insider ownership*), dengan memberikan dugaan bahwa hubungan antara deviden dan kepemilikan *insider* mungkin bukan merupakan hubungan yang *non-monotonic*. Hasil dari penelitian dengan menggunakan OLSQ regresi *cross sectional* pada 235 perusahaan industri di Amerika tahun 1980, secara umum menunjukkan dukungan terhadap model Rozeff dan secara khusus pada hipotesis yang diajukan.

Dukungan dan kontribusi pada teori agensi yang berkaitan dengan kebijakan deviden, selanjutnya diberikan oleh Moh'd, Perry, dan Rimbey (1995). Penelitian ini memodifikasikan model Rozeff dengan memasukkan industri sebagai variabel dummy, kepemilikan institusional, dan *lagged dependent variable* pada RHS yang terdapat pada persamaan yang diajukan untuk menghasilkan kedinamisan. Hasil dari regresi *Weighted Least Square* dengan menggunakan data panel pada 341 perusahaan di Amerika selama tahun 1972 – 1989 menunjukkan bahwa proses deviden merupakan hal yang dinamik. Koefisien dari variabel kepemilikan institusi menunjukkan arah yang positif dan signifikan, dimana hal tersebut sejalan dengan penjelasan pajak namun kontradiktif dengan dasar pemikiran tentang fungsi monitoring dari institusi.

Holder, Langrehr, dan Hexter (1998) mengembangkan model minimisasi biaya dengan mempertimbangkan konflik antara perusahaan dan non-equity stakeholder dengan memperkenalkan *free cash flow* sebagai tambahan variabel biaya agensi. Hasil menunjukkan hubungan yang positif antara *free cash flow* dengan kebijakan deviden, hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986). Koefisien dari variabel teori stakeholder menunjukkan tanda yang negatif dan signifikan, sesuai dengan yang diprediksikan, demikian pula variabel penjelas yang lain juga menunjukkan arah yang sesuai dengan yang dihipotesiskan daaan signifikan.

Namun hal ini tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jauharita (2002), yang mereplikasi penelitian Holder, Langrehr, dan Hexter dengan menggunakan data panel 45 perusahaan yang ada di Indonesia dari tahun 1993 sampai 1999. Hasil menunjukkan bahwa hanya variabel besarnya perusahaan saja yang sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Sementara variabel teori stakeholder yang diproksikan dengan menggunakan fokus perusahaan menunjukkan hasil yang signifikan namun arahnya berlawanan dengan yang dihipotesiskan. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut, bahwa perusahaan dalam memberikan signal mengenai kemampuan mereka membayar klaim implisit tidak ditunjukkan dengan membayar deviden yang rendah namun justru dengan membayar deviden yang tinggi.

Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Ronny Manos (2002), dengan memperkenalkan afiliasi grup bisnis dalam model minimisasi biaya yang tradisional. Dengan menggunakan data *cross section* pada 661 perusahaan non-finansial yang

terdaftar di Bombay Stock Exchange, India, hasil penelitian menunjukkan bahwa grup afiliasi mempunyai dampak yang penting dalam struktur biaya transaksi demikian pula dalam konflik keagenan pada perusahaan di India. Secara umum temuan ini mendukung model minimisasi biaya dan pemikiran tentang teori keagenan yang berkaitan dengan kebijakan deviden.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dari beberapa penelitian diatas yang menerapkan dan mengembangkan model minimisasi biaya yang dikembangkan oleh Rozeff serta mencoba untuk mengidentifikasikan beberapa variabel yang mempengaruhi rasio pembayaran deviden, penelitian ini mencoba untuk memperluas dan dengan mempertimbangkan implikasi dari afiliasi grup bisnis pada kebijakan deviden perusahaan. Dari penelitian-penelitian tersebut, terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi rasio pembayaran deviden, berkaitan dengan model minimisasi biaya Rozeff dalam hal menentukan rasio pembayaran deviden yang optimal untuk meminimalkan biaya transaksi dan biaya keagenan, yaitu:

a. Variabel Biaya Transaksi

Jika isu masalah *cost* adalah signifikan, perusahaan akan cenderung untuk melakukan pendanaan investasi melalui laba yang ditahan dibandingkan pendanaan eksternal, sehingga dapat dikatakan deviden akan bersaing dengan investasi dalam mendapatkan pendanaan melalui pendanaan internal (laba yang ditahan). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan dan peluang investasi yang tinggi akan membutuhkan pendanaan internal untuk membiayai investasi, dan cenderung untuk membayar deviden yang rendah. Pertumbuhan perusahaan (*GROW*) digunakan untuk mengukur biaya transaksi, yaitu dengan menghitung tingkat pertumbuhan penjualan tahunan perusahaan. Dengan demikian, hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: Terdapat hubungan negatif antara rasio pembayaran deviden dengan variabel tingkat pertumbuhan.

Variabel kedua yang digunakan untuk mengukur biaya transaksi adalah resiko perusahaan (*LEV*), yang diukur dengan menggunakan leverage perusahaan (lihat Al-Malkawi, 2008). Berdasar residual theory of dividend, terdapat hubungan negatif antara pembayaran deviden dengan biaya pendanaan eksternal, yang mengimplikasikan adanya tradeoff antara pendanaan internal dan eksternal. Sepanjang perusahaan menggunakan hutang yang tinggi dalam meningkatkan pendanaan eksternal, maka hal ini juga akan berkaitan dengan *cost of debt* (Alli *et al.* 1993). Biaya transaksi yang dimaksudkan disini adalah biaya implisit untuk menjaga hubungan antara

perusahaan dengan pihak kreditur, dengan demikian biaya transaksi yang tinggi akan menurunkan pembayaran deviden bagi pemegang saham. Semakin tinggi rasio hutang maka rasio pembayaran devidennya akan semakin rendah. Dengan demikian hipotesis selanjutnya adalah:

H₂: Terdapat hubungan negatif antara rasio pembayaran deviden dengan variabel resiko perusahaan.

b. Variabel Besarnya Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung memiliki akses yang lebih baik untuk memasuki pasar modal dan lebih mudah untuk meningkatkan pendanaan dengan biaya dan hambatan yang lebih kecil, dibandingkan perusahaan yang kecil (Al Malkawi, 2008). Hal ini mengindikasikan bahwa ketergantungan pada pendanaan internal akan semakin berkurang dengan bertambah besarnya perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung akan lebih mampu dalam membayar deviden yang tinggi. Dalam penelitian ini variabel besarnya perusahaan akan diproksikan dengan *natural log* dari total asset (lihat Holder *et al.* 1998; Alli *et al.* 1993). Hipotesis yang diajukan selanjutnya adalah:

H₃: Terdapat hubungan positif antara rasio pembayaran deviden dengan variabel besarnya perusahaan.

c. Variabel Biaya Keagenan

Kepemilikan manajemen/kepemilikan *insider* (INSD) digunakan sebagai variabel pertama dalam mengukur biaya keagenan. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya (Subrahmanyam, Rangan, dan Rosenstein, 1997). Semakin besar kepemilikan insider maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen sekaligus sebagai pemilik perusahaan, sehingga hal tersebut mengakibatkan biaya agen semakin kecil yang digunakan untuk *monitoring cost*, karena pemilik sudah sekaligus merangkap manajemen sehingga biaya pengawasan berkurang. Dengan demikian manajemen akan cenderung untuk mengurangi pembayaran deviden dan menggunakan dananya untuk memperbesar atau memperluas usahanya, misalnya dengan menginvestasikan kembali dana yang dimiliki. Hipotesis selanjutnya adalah sebagai berikut:

H₄: Terdapat hubungan negatif antara prosentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh insider dengan rasio pembayaran deviden.

Pengukuran kedua pada biaya keagenan adalah konsentrasi kepemilikan. Jika seorang pemegang saham memegang bagian yang substansial dalam ekuitas perusahaan, *institutional investor* misalnya, maka *monitoring* yang dilakukan terhadap individual ini merupakan aktivitas yang berbiaya rendah sebagai suatu prosentase dari kesejahteraan individual di dalam kepemilikan. Namun jika kepemilikan saham dimiliki oleh banyak orang (terdispersi) maka *monitoring* yang dilakukan pemegang saham tersebut menjadi suatu aktivitas yang berbiaya tinggi. Dengan demikian perusahaan yang memiliki prosentase kepemilikan institusi yang tinggi yang mencerminkan konsentrasi kepemilikan yang rendah, maka akan menurunkan rasio pembayaran dividen. Untuk itu dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

H₅: Terdapat hubungan negatif antara rasio pembayaran dividen dengan kepemilikan institusi.

d. Variabel Profitabilitas

Keputusan pembayaran dividen berawal dari laba perusahaan, dengan demikian profitabilitas merupakan satu faktor penting yang dapat mempengaruhi keputusan pembayaran dividen perusahaan. Teori menyatakan bahwa dividen dibayarkan dari laba tahunan, yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Beberapa penelitian mencerminkan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan pembayaran dividen (Jensen *et al.* 1992). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

H₆: Terdapat hubungan positif antara rasio pembayaran dividen dengan profitabilitas perusahaan.

e. Variabel Afiliasi Grup Bisnis

Beberapa penelitian menemukan bahwa afiliasi industri mempunyai pengaruh yang signifikan dalam memodelkan perilaku pembayaran pada tingkat perusahaan secara individual (Dempsey *et al.* 1993). Hasil dari penelitian Chang dan Hong (2000) memperlihatkan bahwa perusahaan yang berada dalam grup afiliasi memperoleh keuntungan melalui *sharing intangible* dan sumber finansial dengan anggota yang berada dalam grup tersebut. Penelitian ini mencoba melihat apakah afiliasi grup bisnis memberikan pengaruh yang saling menguatkan atau melemahkan (mengganggu) antar variabel independen dalam kebijakan dividen perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang diambil dalam penelitian ini

adalah perusahaan manufaktur yang membayar deviden pada 2005-2007. Pengambilan sampel hanya dilakukan untuk perusahaan manufaktur saja karena jenis perusahaan lain akan mempunyai struktur finansial yang berbeda dengan perusahaan manufaktur. Teknik pengumpulan data dengan menggunakan *purposive sampling*, sampel sesuai dengan kebutuhan penelitian, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan yang membagikan deviden pada 2005-2007.
2. Memiliki kelengkapan data pada laporan keuangan, seperti: penjualan, rasio keuangan, afiliasi grup bisnis, dan lain-lain.

Dari seluruh populasi yang ada, dengan *pooled time series cross section*, sampel yang memenuhi kriteria terdiri atas 59 perusahaan dengan jumlah sebanyak 135 observasi. Sumber data adalah data sekunder yang diambil dari Capital Market Directory tahun 2006-2008.

Model yang digunakan dalam penelitian ini adalah suatu varian dari model minimisasi biaya yang dikembangkan oleh Rozeff (1982) dengan memasukkan pengaruh afiliasi grup bisnis terhadap kebijakan deviden dengan menggunakan model interaksi. Model secara umum dapat dijabarkan sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{DPR}_i = & a + \alpha_1 \text{GROW}_i + \alpha_2 \text{LEV}_i + \alpha_3 \text{LTA}_i + \alpha_4 \text{INST}_i + \alpha_5 \text{INSD}_i \\ & + \alpha_6 \text{PROF}_i + \alpha_7 \text{AGB}_i + \alpha_8 \text{GROW} * \text{AGB}_i + \alpha_9 \text{LEV} * \text{AGB}_i \\ & + \alpha_{10} \text{LTA} * \text{AGB}_i + \alpha_{11} \text{INST} * \text{AGB}_i + \alpha_{12} \text{INSD} * \text{AGB}_i \\ & + \alpha_{13} \text{PROF} * \text{AGB}_i + e_i \end{aligned}$$

Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini *Dividend Payout Ratio* (Rasio Pembayaran Deviden/DPR), dengan variabel independen berupa: GROW, LEV, LTA, INST, INSD, PROF, dan AGB. Pengukuran variabel tersebut adalah sebagai berikut: Rasio pembayaran deviden (DPR) dihitung dengan membagi *equity dividend* dengan laba bersih perusahaan. Variabel Pertumbuhan (GROW) diukur dengan menggunakan metode yang dikembangkan oleh Manos (2002), sebagai berikut:

$$\text{GROW} = \frac{\text{SALE}_t - \text{SALE}_{t-1}}{\text{SALE}_t} \times 100\%$$

Dimana:

SALE_t = penjualan bersih saat ini

SALE_{t-1} = penjualan bersih periode sebelumnya

Resiko perusahaan (LEV) dihitung dengan menggunakan rasio *financial*

leverage perusahaan. Kepemilikan Insider (INSD) merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak intern perusahaan. Sedangkan kepemilikan institusional (INST) digunakan untuk mengukur konsentrasi kepemilikan. Profitabilitas (PROF) diukur dengan menggunakan *earning per share* (Al-Malkawi, 2008), karena variasi data terlalu besar maka profitabilitas dalam pengukuran ini diubah ke dalam bentuk logaritma. Sedangkan untuk mengontrol besarnya perusahaan digunakan *natural log* dari total asset perusahaan. Efek dari afiliasi grup bisnis diukur dengan menggunakan *dummy variable*, yang akan bernilai 1 jika perusahaan berafiliasi dan 0 yang lain.

Beberapa pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengujian terhadap tiga asumsi klasik yaitu: multikolinieritas, heteroscedastisitas, dan autokorelasi, uji F, dan uji t. Semua pengujian hipotesis akan diolah dengan menggunakan komputer program SPSS.

Pengujian yang dilakukan terhadap 3 asumsi klasik yang pertama adalah pengujian terhadap multikolinieritas. Uji terhadap multikolinieritas merupakan pengujian untuk melihat adanya keterkaitan hubungan antar variabel independen. Cara mendeteksi adanya multikolinieritas tersebut adalah dengan menggunakan uji Gujarati. Atau dapat pula dengan cara melihat matriks korelasinya, dengan batas yang ditoleransi sebesar 0,87. Apabila lebih dari 0,87 maka ada indikasi adanya multikolinieritas yang berbahaya.

Pengujian yang kedua terhadap asumsi klasik adalah pengujian adanya autokorelasi. Pengujian ini dimaksudkan untuk melihat adanya hubungan antara data (observasi) satu dengan yang lainnya dalam satu variabel. Cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah uji Durbin Watson (DW) statistik. Pengujian terakhir dilakukan untuk mendeteksi adanya heteroscedastisitas, yaitu untuk melihat jarak kuadrat titik-titik sebaran terhadap garis regresi. Untuk mendeteksi asumsi tersebut akan digunakan uji Glesjer, atau uji Park.

Langkah pertama dalam menganalisis kesesuaian (*fitted*) model regresi berganda setelah kelayakannya (*appropriateness*) adalah menguji apakah terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen. Uji F dilakukan untuk menguji hubungan regresi antara variabel dependen dan variabel independen dengan menguji $H_0 : \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \alpha_4 = \alpha_5 = 0$. Jika $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4, \alpha_5$ sama dengan nol maka berarti tidak ada hubungan regresi antara variabel dependen dan variabel independen, demikian pula sebaliknya. Jika F hitung lebih kecil atau sama dengan F tabel maka *conclude* H_0 . Namun bila F hitung lebih besar dari F tabel maka *conclude* H_1 .

Pengujian hipotesis alternatif diuji dengan menggunakan uji t untuk menguji signifikansi nilai parameter hasil regresi serta melihat kecocokan tanda (hubungan

positif atau negatif) antara hipotesis alternatif dan hasil pengujian. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabelnya. Bila nilai t hitung hasil regresi lebih besar dari nilai t tabel, maka hipotesis alternatif akan diterima. Namun jika sebaliknya t hitung hasil regresi lebih kecil dari nilai t tabel, maka hipotesis alternatif akan ditolak.

HASIL

Dalam pengujian asumsi klasik mengenai adanya multikolinieritas diperoleh hasil regresi yang menunjukkan bahwa t hitung masing-masing variabel independen kecil dan R -squarenya juga kecil, hal ini mengindikasikan tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya. Di lain sisi, jika dilihat dari matrik korelasinya, secara keseluruhan tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya. Pengujian asumsi klasik yang kedua dilakukan untuk menguji adanya autokorelasi. Hasil regresi pada tabel model summary diperoleh angka *DW statistic* sebesar 2,388. Dari *rule of thumb* bahwa *DW statistic* harus mendekati 2, mengindikasikan bahwa tidak terdapat autokorelasi. Pengujian yang terakhir dilakukan untuk mendeteksi adanya heteroscedastisitas, dengan uji Glesjer, dengan memasukkan residual mutlak sebagai variabel dependen, diperoleh hasil bahwa semua variabel independen tidak signifikan. Dengan demikian dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat asumsi klasik heteroscedastisitas.

Pengujian dilakukan terhadap 135 observasi dengan melakukan regresi berganda, diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 1: ANOVA Model Regresi Berganda

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	161247,055	12	13437,255	6,735	,000 ^a
	Residual	243405,589	122	1995,128		
	Total	404652,645	134			

a. Predictors: (Constant), LPROF_AGB, GROW, LTA, INST, LEV_AGB, INSD_AGB, AGB, LPROF, GROW_AGB, LEV, INST_AGB, LTA_AGB

b. Dependent Variable: DPR

Dari tabel tersebut terlihat bahwa nilai F test dari kesebelas variabel independen tersebut adalah sebesar 6,735 dengan tingkat signifikansi 0,000; hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen. Dari hasil regresi tersebut diperoleh nilai *adjusted r square* sebesar 0,339, hasil ini menunjukkan bahwa hanya 33,9% dari variasi DPR yang dapat dijelaskan oleh GROW, LEV, INST, INSD, LTA, PROF, AGB, GROW*AGB,

LEV*AGB, INST*AGB, INSD*AGB, LTA*AGB, dan PROF*AGB. Sedangkan 66,1% sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Semakin besar adjusted R² akan semakin baik bagi model regresi, karena variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen secara lebih baik.

Pengujian terhadap pengaruh individual dari hasil regresi berganda ini dimaksudkan untuk menguji hipotesis 1 sampai hipotesis 6. Hasil yang diperoleh terlihat pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2 : Koefisien Model Regresi Berganda

Coefficients ^a													
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients				% Confidence Interval fo		Correlations		Collinearity Statistics	
Model		B	Std. Error	Beta	t	Sig.	Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1	(Constant)	3234,923	940,133		3,441	,001	1373,835	5096,010					
	GROW	338,735	146,017	1,089	2,320	,022	49,681	627,790	-,080	,206	,163	,022	44,671
	LTA	-419,927	113,457	-,143	-3,701	,000	-644,528	-195,327	,036	-,318	-,260	,003	391,690
	INST	-10,453	3,794	-,3642	-2,755	,007	-17,964	-2,943	,034	-,242	-,193	,003	354,451
	LEV	952,832	192,140	3,256	4,959	,000	572,472	1333,192	,010	,410	,348	,011	87,430
	LPROF	-41,842	45,149	-,591	-,927	,356	-131,218	47,534	,121	-,084	-,065	,012	82,464
	AGB	3165,642	941,016	-15,818	-3,364	,001	-5028,477	-1302,807	-,406	-,291	-,236	,000	4484,394
	GROW*AGB	-377,273	147,782	-1,220	-2,553	,012	-669,822	-84,724	-,228	-,225	-,179	,022	46,346
	LTA*AGB	411,705	113,646	13,610	3,623	,000	186,731	636,679	-,406	,312	,254	,000	2862,760
	INST*AGB	10,544	3,801	5,034	2,774	,006	3,020	18,068	-,231	,244	,195	,001	667,906
	INSD*AGB	-1,506	1,895	-,062	-,795	,428	-5,256	2,245	-,067	-,072	-,056	,817	1,224
	LEV*AGB	-946,787	193,462	-3,838	-4,894	,000	-1329,764	-563,811	-,256	-,405	-,344	,008	124,761
	LPROF*AGB	46,669	45,524	,807	1,025	,307	-43,450	136,788	-,213	,092	,072	,008	125,793

^aDependent Variable: DPR

Dari tabel 2 tersebut diperoleh model regresi berganda sebagai berikut:

$$\begin{aligned}
 \text{DPR}_i = & 3234,923 + 338,735\text{GROW} - 419,927\text{LTA} - 10,453\text{INST} + 952,832\text{LEV} \\
 & - 41,842\text{LPROF} - 3165,642\text{AGB} - 377,273(\text{GROW}*\text{AGB}) \\
 & + 411,705(\text{LTA}*\text{AGB}) + 10,544(\text{INST}*\text{AGB}) - 1,506(\text{INSD}*\text{AGB}) \\
 & - 946,787(\text{LEV}*\text{AGB}) + 46,669 (\text{LPROF}*\text{AGB}) + \varepsilon
 \end{aligned}$$

Pengujian yang pertama dilakukan terhadap variabel GROW, diperoleh angka t hitung sebesar 2,32 dengan signifikansi 0,022. Hal tersebut menandakan bahwa variabel GROW signifikan secara statistik mempengaruhi kebijakan deviden, namun karena arahnya bertentangan dengan yang dihipotesiskan maka hipotesis pertama ditolak. Pengujian terhadap variabel LEV didapatkan angka t hitung sebesar 4,96

dengan signifikansi 0.000. Hal ini berarti variabel LEV signifikan secara statistik mempengaruhi kebijakan deviden namun arahnya tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan, dengan demikian hipotesis kedua ditolak. Pengujian selanjutnya dilakukan terhadap variabel LTA. Hasil yang diperoleh adalah angka t hitung sebesar -3,7 dan signifikansi sebesar 0,000 dengan arah yang positif. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel LTA signifikan secara statistik mempengaruhi DPR namun arah tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan, sehingga hipotesis ketiga ditolak.

Pengujian berikutnya dilakukan pada variabel INSD. Hasil yang diperoleh adalah variabel tersebut dikeluarkan dari model. Sehingga secara otomatis hipotesis keempat ditolak. Pengujian selanjutnya dilakukan pada INST, hasil yang diperoleh t hitung menunjukkan angka sebesar -2,76 dengan signifikansi 0,007 dengan arah yang negatif. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel INST signifikan secara statistik dengan arah yang sesuai sehingga hipotesis kelima gagal untuk ditolak. Terakhir dilakukan pengujian pada variabel PROF, namun hasil menunjukkan angka t hitung sebesar 0,93 dengan signifikansi 0,356 dengan arah yang negatif. Dengan demikian karena PROF secara statistik tidak signifikan mempengaruhi DPR, maka hipotesis yang kelima ditolak.

Sedangkan dari hasil interaksi diperoleh nilai yang signifikan antara variabel GROW, LEV, INST, LTA yang diinteraksikan dengan AGB, hasil ini menunjukkan bahwa ada interaksi antara variabel-variabel independen tersebut dengan adanya afiliasi grup bisnis. Dapat saling melemahkan dan dapat pula saling menguatkan. Interaksi saling menguatkan terjadi pada variabel LTA dan INST dengan adanya afiliasi grup bisnis, sedangkan pada variabel GROW dan LEV interaksi tersebut saling melemahkan atau saling mengganggu.

KESIMPULAN

Kesimpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen, atau dengan kata lain terdapat hubungan antara rasio pembayaran deviden dengan pertumbuhan perusahaan, risiko perusahaan, kepemilikan insider, kepemilikan institusi, besarnya perusahaan, dan profitabilitas. Hasil uji F konsisten dengan penelitian Manos (2002).

Sedangkan dari hasil pengujian secara individual ditunjukkan bahwa hampir seluruh variabel yang diuji memperoleh t hitung yang signifikan, kecuali untuk variabel INSD dan LPROF. Dengan demikian hanya variabel GROW, LEV, INST, dan LTA saja yang berpengaruh signifikan secara statistik terhadap rasio pembayaran deviden. Dari 6 hipotesis yang diajukan, hanya satu hipotesis saja yang gagal untuk ditolak, yaitu hipotesis kelima yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara rasio

pembayaran deviden dengan kepemilikan institusi. Banyaknya tanda yang berlawanan dengan yang dihipotesiskan menunjukkan adanya dukungan terhadap argumen bahwa pembayaran deviden di Indonesia bukanlah suatu kebijakan karena ditentukan oleh RUPS.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat efek interaksi dari adanya afiliaasi grup bisnis dalam kebijakan deviden. Interaksi yang saling melemahkan atau mengganggu ditunjukkan dengan nilai interaksi yang negatif sedangkan interaksi saling menguatkan ditunjukkan dengan tanda yang positif.

KETERBATASAN PENELITIAN & KEMUNGKINAN PENGEMBANGAN

Peneliti menyadari bahwa penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan yang antara lain disebabkan oleh beberapa hal sebagai berikut:

1. Dengan diambilnya sampel dari tahun 2005-2007 mungkin merupakan waktu pengamatan yang kurang baik sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap hasil penelitian.
2. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan di luar negeri, sehingga kondisinya mungkin tidak sesuai dengan kondisi pasar modal di Indonesia yang sedang berkembang.
3. Adanya pengaruh dari kondisi masing-masing subsektor industri, dapat mempengaruhi penentuan faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam penentuan rasio pembayaran deviden.

Kemungkinan yang dapat dilakukan untuk penelitian yang selanjutnya adalah dengan menggunakan metodologi empirik yang lain, dengan mengambil waktu pengamatan yang lebih panjang sehingga dapat diperbandingkan antar periode dan memperhitungkan trend deviden dari waktu ke waktu, sehingga diperoleh data yang lebih lengkap dengan jumlah observasi yang lebih banyak.

Pengembangan yang lain dapat dilakukan dengan menggali lebih jauh dampak dari afiliaasi grup bisnis terhadap biaya keagenan. Misalnya dengan menggali masalah *trade off* antara visibilitas grup bisnis dalam mengontrol biaya keagenan dengan kompleksitas dari struktur organisasi, yang mungkin membatasi mereka dalam kemampuannya untuk mengontrol konflik dan mengurangi informasi yang asimetri.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali Irfan, 2002, Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi, *Lintasan Ekonomi*, 19 (2), Juli, 83-95.
- Alli K.L., A.Q. Khan, and G.G Ramirez, 1993, Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis, *The Financial Review*, 28 (4), 523-546.
- Al-Malkawi, Husam Aldin Nizar, 2008, Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data, *International Journal of Business*, 13 (3), 177-195.
- Almilia, Luciana Spica, dan Meliza Silvy, 2006, Analisis Kebijakan Dividen dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Teknik Analisis Multinomial Logit, *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol. 6, No. 1, Februari.
- Brigham, E.F., and L.C. Gapenski, 2000, *Intermediate Financial Management*, The Dryden Press, New York.
- Chang S.J. and J. Hong, 2000, Economic Performance of Group Affiliated Companies in Korea: Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions, *Academy of Management Journal*, 43 (3), 429-448.
- Crutchley, C. dan R. Hansen, 1989, A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend, *Financial Management*, Winter, 36-46.
- Dempsey S.J., G. Laber, M.S. Rozeff, 1993, Dividend Policies in Practice: Is There an Industry Effect?, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 32 (4), 1-13.
- Glenn, J.D., Y. Karmokolias, R.R. Miller and S. Shah, 1995, Dividend Policy and Behavior in Emerging Market: To Pay or Not To Pay, *IFC Discussion paper* 26, Washington DC, International Finance Corporation.
- Hansen, R.S., R. Kumar, and D.K. Shome, 1994, Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence From The Regulated Electric Utility Industry, *Financial Management*, 23 (1), 16-22.
- Holder, M.E., F.W. Langrehr and J.L. Hexter, 1998, Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influence of Stakeholder Theory, *Financial Management*, 27 (3), 73-82.
- Husnan, Suad, 2001, Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali

- Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional, *Journal of Accounting, Management, Economics Research*, 1-10.
- Jauharia, Atika, 2002, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder, *Jurnal Akuntansi & Auditing Indonesia*, 1-22.
- Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27 (2), 247-263.
- Jensen, M. and W.H. Mackling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Kim, Y.H., Jong C.Rhim, and D.L. Friesner, 2007, Interrelationships among Capital Structure, Dividends, and Ownership: Evidence from South Korea, *Multinational Business Review*, 15 (3). 25-41.
- Lloyd, W.P., J.S. Jahera jr., and D.E. Page, 1985, Agency Costs and Dividend Payout Ratios, *Quarterly Journal of Business and Economics*, 24, 19-29.
- Manos, Ronny, 2002, Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms, *Working Paper Series*, Finance and Development Research Programme, Loughborough University, UK.
- Miller M. and F.Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, 433-43.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey, 1995, An Investigation of the Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy, *The Financial Review*, 30 (2), 367-385.
- Moh'd, M.A., L.G. Perry, and J.N. Rimbey, 1998, The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Section Analysis, *The Financial Review*, 33, 85-98.
- Rozeff, M.S., 1982, Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5 (3), 249-259.
- Scooley, D.K. and L.D.mBarney Jr., 1994, Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs, *Journal of Financial Research*, 17 (3), 363-373.

- Scott, W.R., 2006, *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall Inc., Fouth Edition, Toronto.
- Subrahmanyam, V., R. Rangan, and S. Rosenstein, 1997, The Role of Outside Directors in Bank Aquititions, *Financial Management*, Autumn.
- Weston, J.F., dan T.E. Copeland, 1997, *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Kedua, Alih Bahasa Wasana dan Kribandoko, Penerbit Binarupa Aksara, Jakarta.
- Wolk, Harry I., and Michael G. Tearney, 1997, *Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*, 4th Edition, Cincinnati, South Western College Publishers.