

ANALISIS PENGARUH *LEVERAGE*, SET KESEMPATAN INVESTASI, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Tina Rosaline
Megawati Oktorina

Unika Atma Jaya
e-mail : tinarosaline@gmail.com

ABSTRACT

Dividend policy is one of the important company policy, because it can be a signal for investors to see the value of the company. The dividend policy in each company has different characteristics from one another. This study aimed to examine the effect of leverage, the investment opportunity set, managerial ownership, and corporate governance on dividend policy. The sample in this study were 115 company-year listed in the Indonesia Stock Exchange and distribute dividends during the period 2010 to 2012. This study used multiple linear regression to analyze the data and test the hypothesis. The results showed that the dividend policy is influenced by the investment opportunity set measured by a price-earnings ratio and the market value of equity to book assets. Meanwhile, financial leverage, managerial ownership, corporate governance, and firm size as control variables did not significantly affect dividend policy.

Keywords: dividen policy, financial leverage, investment opportunity set, managerial ownership, corporate governance

PENDAHULUAN

Setiap jenis usaha yang ada, pada umumnya, memikirkan berbagai keputusan untuk dapat menjalankan usahanya semaksimal mungkin. Keputusan tersebut didasari oleh berbagai kebijakan yang ditentukan oleh pimpinan usaha. Selain itu, kebijakan yang diambil perlu dipikirkan untuk bisa menyejahterakan semua anggota di dalamnya, baik bagi kepentingan pemiliknya maupun bagi orang-orang yang terlibat dalam menjalankan operasional perusahaannya. Bagi perusahaan yang sudah *go public*, perusahaan tersebut juga melakukan kegiatan pendanaan dengan menjual sahamnya, maka pengambilan keputusan tersebut

akan terkait dengan kebijakan dividen.

Kebijakan pembagian dividen merupakan suatu keputusan yang harus diambil, yang melibatkan antara pemegang saham dan dewan direksi. Bagi sisi pemegang saham, tentunya pemegang saham ingin mendapatkan *return* saat membeli saham perusahaan tersebut, yaitu dengan mendapatkan *capital gain* dari hasil keuntungan harga saham, serta ingin menerima imbal balik berupa dividen dari hasil keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan.

Berbagai penelitian telah dilakukan mengenai kebijakan dividen. Walaupun pada kenyataannya, kebijakan dividen masih merupakan suatu enigma atau teka-teki dan banyak penelitian yang masih belum dapat menjelaskan

faktor-faktor penentu bagi perusahaan dalam membagikan dividen (Fama dan French, 2001, diacu dalam Murhadi dan Wijaya, 2011). Keputusan suatu perusahaan mengenai dividen terkadang diintegrasikan dengan keputusan pendanaan dan keputusan investasi (Ross, 1977, diacu dalam Suharli, 2007).Nuringsih (2005, yang diacu dalam Rachmad dan Muid, 2013) menyebutkan bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah tingkat utang atau *leverage*. Apabila perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, maka akan menggunakan labanya untuk melunasi utang terlebih dahulu, sehingga cenderung membagikan dividen dalam skala yang kecil.

Secara implisit, kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan juga dihubungkan dengan konflik keagenan yang terjadi antara pihak manajemen (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Sebagaimana yang diungkapkan dalam Lusiana, et al. (2007), sebaiknya, laba tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya karena perlu untuk diinvestasikan kembali. Pernyataan ini memperkuat rentang perbedaan kepentingan antara kedua pihak tersebut, di mana kepentingan pemegang saham adalah untuk pendapatan dividen dan kepentingan perusahaan adalah untuk investasi.

Untuk mengatasi masalah konflik keagenan tersebut, para pemegang saham harus bersedia mengeluarkan *agency cost* untuk mengawasi dan memonitor perilaku manajer. *Agency cost* tersebut dapat dikurangi dengan kepemilikan manajerial, yaitu mengikutsertakan pihak manajemen untuk terlibat dalam kepemilikan saham. Diharapkan dengan adanya kepemilikan manajerial, maka manager akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan serta menanggung konsekuensinya (Dewi, 2008).

Kecenderungan perusahaan emiten di Indonesia memiliki struktur kepemilikan saham yang terkonsentrasi menyebabkan penetapan

kebijakan dividen yang ada berkaitan antara dua pihak, yakni pihak yang mengambil keputusan dan pihak yang menerima keputusan (Wijayanti dan Supatmi, 2009). Pemegang saham mayoritas merupakan pihak pengambil keputusan, yakni anggota keluarga pendiri perusahaan yang dapat menentukan penetapan kebijakan dividen dalam perusahaan. Untuk melindungi kepentingan pihak yang menerima keputusan, yakni pemegang saham minoritas, maka dibutuhkan penerapan tata kelola perusahaan yang baik atau yang dikenal dengan *good corporate governance*.

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, maka rumusan masalah dalam penelitian ini sebagai berikut: (1) Apakah *financial leverage* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen? (2) Apakah set kesempatan investasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen? (3) Apakah kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen? dan (4) Apakah *corporate governance* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen?

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Rizqia, Aisjah, dan Sumiati (2013) dalam penelitiannya memberikan pernyataan bahwa *financial leverage* tidak memiliki pengaruh kepada kebijakan dividen. *Financial leverage* dihubungkan untuk meminimalisir terjadinya konflik agen. Hal ini dikarenakan perusahaan dapat terus membagikan dividen jika dividen masa depan dibayarkan dari keuntungan yang diperoleh setelah penandatanganan perjanjian pinjaman dan *net working capital* tidak berada di bawah jumlah predeterminan (Weston dan Copeland, 1992, diacu dalam Rizqia, et al., 2013). Hubungan antara *financial leverage* dengan kebijakan dividen terjadi dari *debt covenant* yang ketat (Taranto, 2002 diacu dalam Rizqia, et al., 2013).

Walaupun demikian, menurut penelitian sebelumnya yaitu penelitian Jensen, et al. (1992, diacu dalam Dewi, 2008) memberikan pernyataan bahwa *financial leverage* memberikan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *financial leverage* perusahaan, maka semakin rendah kebijakan dividen perusahaan.

Penelitian Suharli (2007) menyatakan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen. Kesempatan investasi diukur dengan proksi *fixed asset*. Dalam penelitian Wirjolukito, et al. (2003) disebutkan bahwa parameter estimasi dan arah variabel *fixed asset* bernilai positif. Hal ini dibuktikan dengan penelitian Miller dan Rock (1985) yang mengungkapkan bahwa adanya arus kas di masa mendatang akan mendanai peluang investasi yang menguntungkan. Hasil penelitian dalam Wirjolukito, et al. (2003) juga mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia dan beberapa negara yang menjadi sampel cenderung menggunakan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal atas arus kas di masa mendatang untuk mendanai investasi. Namun, menurut penelitian Myers dan Majluf (1984), Brigham dan Gapenski (1996) dalam Wirjolukito, et al. (2003) disebutkan bahwa pendanaan terhadap peluang investasi harus dilakukan dahulu sebelum dividen dibayarkan. Hal ini berarti pembayaran dividen berbanding terbalik dengan ketersediaan peluang investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang. Dalam penelitian Murhadi dan Wijaya (2011) disebutkan juga bahwa set kesempatan investasi menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan arah negatif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi akan mendorong pengurangan dividen untuk membiayai peluang investasi tersebut.

Moh'd Rimbey dan Perry (1995) melakukan penelitian mengenai kepemilikan manajerial yang menghasilkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap

kebijakan dividen. Penelitian yang diungkapkan dalam Dewi (2008) menyatakan bahwa manajer akan mengalokasikan labanya pada laba ditahan karena sumber dana internal lebih efisien dibandingkan dengan dana eksternal. Jika tingkat kepemilikan manajerial rendah, maka manajer membagikan dividen yang besar sehingga memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan dan nantinya akan membawa perusahaan pada reputasi yang baik di mata investor.

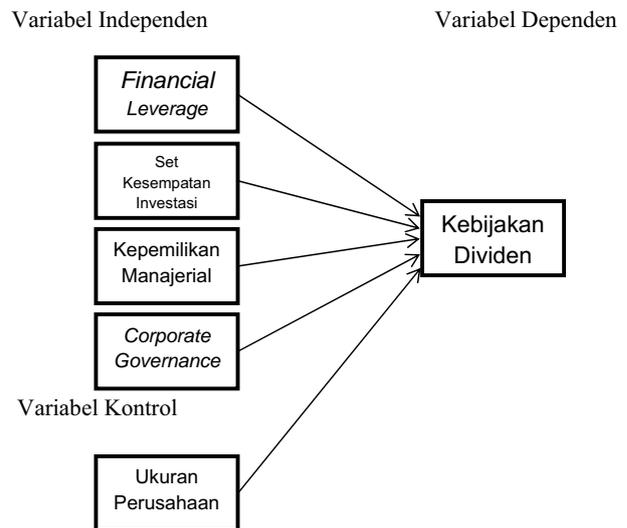
Namun, penelitian tersebut bertentangan dengan penelitian Nuringsih (2005, diacu dalam Dewi, 2008) yang menetapkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga sehingga pembayaran dividen pun cenderung akan tinggi. Dividen yang relatif tinggi tersebut akan memberikan hasil sebagai *return* atas kepemilikan saham. Tetapi, pada penelitian Dewi (2008) memberikan hasil bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen.

Wijayanti & Supatmi (2009) yang melakukan penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* dengan kebijakan dividen memiliki hasil bahwa *corporate governance* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin kuat *corporate governance* yang dimiliki perusahaan, semakin tinggi besarnya pembayaran dividen yang ditetapkan. Hasil temuan ini juga memperkuat pernyataan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang kuat memiliki perlindungan hak pemegang saham minoritas sehingga akan memberikan dividen yang tinggi sesuai yang diharapkan oleh pemegang saham minoritas. Sesuai dengan karakter investor di Indonesia yang tertarik pada dividen, maka mereka akan menginginkan perusahaan menetapkan kebijakan dividen yang tinggi (Wijayanti & Supatmi, 2009). Penelitian Murhadi dan Wijaya (2011)

menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan *corporate governance* akan mengurangi dividen yang dibayarkan. CG yang diwakili oleh keberadaan komisaris independen dan komite audit dalam penelitiannya berdampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan mekanisme CG tersebut akan secara aktif mengawasi manajemen sehingga perusahaan dapat mengurangi fungsi dividen sebagai penanda dengan membayar lebih sedikit dividen.

Ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen didasarkan pada *transactional cost theory*. Teori ini menyatakan bahwa biaya transaksi terjadi sebagai akibat dari usaha perusahaan dalam mengurangi masalah keagenan melalui kebijakan dividen. Apabila perusahaan memiliki usaha untuk meminimalkan biaya transaksi, hal ini terkait dengan peningkatan pembiayaan eksternal dan biaya keagenan di sisi lain. Biaya transaksi dapat menggunakan proksi bagi sejarah perusahaan dan memprediksi tingkat pertumbuhan dan risiko perusahaan (Rozeff, 1982, diacu dalam Manos, 2002). Namun, *transactional cost theory* tidak dapat dibuktikan melalui penelitian Rizqia, et al. (2013) yang menyatakan bahwa *trade-off* antara biaya keagenan dan *floatation cost* yang terjadi akibat usaha dalam meminimalisir biaya keagenan, menyebabkan perusahaan akan mencari sumber dana eksternal tetapi tidak akan meningkatkan kebutuhan dalam kebijakan dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, sehingga ukuran perusahaan tidak akan mempengaruhi kebijakan dividen.

Pada penelitian ini, variabel independen yang digunakan adalah *financial leverage*, kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, serta *corporate governance*. Kebijakan dividen merupakan variabel dependen, serta ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol. Model penelitian dapat dilihat pada Gambar 1.



Gambar 1.
Model Penelitian

Hipotesis Konseptual

Berdasarkan hasil dari penelitian-penelitian sebelumnya, peneliti mengemukakan hipotesis sebagai berikut:

Pengaruh *financial leverage* terhadap kebijakan dividen

Peningkatan dividen dapat dijadikan sebagai pemberian kesempatan untuk emisi saham baru sebagai substitusi atau pengganti atas penggunaan utang. Hal ini sesuai dengan penelitian Jensen, Solberg, dan Zorn (1992, diacu dalam Nuringsih, 2005) yang menemukan adanya mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Jika perusahaan menggunakan utang yang tinggi, akan menyebabkan penurunan pada dividen karena sebagian besar keuntungan yang diperoleh perusahaan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya, pada penggunaan utang yang rendah, perusahaan akan memberikan peningkatan dividen sehingga sebagian besar keuntungan perusahaan dapat digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham.

Dalam penelitian Nuringsih (2005), menemukan pengaruh yang negatif antara

kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan utang yang tinggi cenderung membayar dividen yang rendah karena dengan keputusan tersebut, perusahaan masih memiliki laba ditahan untuk menutupi utangnya. Lain halnya dengan penelitian Ayub (2005, diacu dalam Afza dan Mirza, 2010) yang mengamati pengaruh *financial leverage* terhadap kebijakan dividen di Pakistan. Hasil menunjukkan bahwa *financial leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil tersebut diperkuat dengan adanya kondisi sosial politik di negara tersebut (Malik, Gul, Khan, Rehman, 2013). Dengan demikian, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H_1 : *Financial leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen

Penelitian Gul (1999a, diacu dalam Murhadi dan Wijaya, 2011) menghasilkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan penentuan kebijakan pembayaran dividen. Dalam penelitian Murhadi dan Wijaya (2011) disebutkan juga bahwa set kesempatan investasi menunjukkan hasil yang tidak signifikan dengan arah negatif. Secara parsial, set kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap penetapan kebijakan dividen. Pada penelitian Wirjolukito, et al. (2003), menghasilkan bahwa pembayaran dividen berbanding terbalik dengan ketersediaan peluang investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang. Hal tersebut sehubungan dengan kebijakan dividen yang memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang, dengan menggunakan arus kas untuk pendanaan investasi yang menguntungkan di masa mendatang. Penelitian Green, Poque, dan Watson (1993) memberikan hasil bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini set kesempatan investasi diukur dengan *price*

earnings ratio dan *market value of equity to book asset*. Dengan demikian hipotesis kedua yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H_{2a} : *Price earnings ratio* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H_{2b} : *Market value of equity to book asset* berpengaruh terhadap kebijakan Dividen

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Dalam penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, terdapat dua penelitian yang menghasilkan perbedaan, di mana satu penelitian dari Moh'd Rimbey dan Perry (1995, diacu dalam Dewi, 2008) menghasilkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan penelitian Nuringsih (2005) menghasilkan pengaruh yang positif antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh yang negatif tersebut dapat terjadi jika tingkat kepemilikan manajerial rendah, maka manajer membagikan dividen yang besar sehingga memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan dan nantinya akan membawa perusahaan pada reputasi yang baik di mata investor. Sedangkan, pengaruh yang positif dihasilkan karena argumen yang mengatakan bahwa struktur kepemilikan saham perusahaan di Indonesia dimiliki oleh keluarga sehingga pembayaran dividen pun cenderung akan tinggi. Dengan demikian, hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah :

H_3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen

Wijayanti & Supatmi (2009) yang melakukan penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* dengan kebijakan dividen memiliki hasil bahwa *corporate governance*

berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berdampak pada perlindungan bagi pemegang saham minoritas, artinya dengan adanya *corporate governance* yang baik yang dimiliki perusahaan, semakin tinggi pembayaran dividen yang ditetapkan.

Namun, lain halnya dengan penelitian Murhadi dan Wijaya (2011) yang menyatakan bahwa perusahaan yang menerapkan *corporate governance*, justru akan mengurangi dividen yang dibayarkan. Hal ini dikarenakan mekanisme dari *corporate governance* yang ditunjukkan dengan keberadaan komisaris independen dan komite audit akan secara efektif mengawasi manajemen, sehingga perusahaan akan mengurangi fungsi dividen sebagai tanda dengan membayar dividen yang lebih sedikit. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa dengan keberadaan koalisi pemegang saham yang menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* dijalankan perusahaan, maka akan mengurangi fungsi dividen sebagai penanda bahwa kondisi perusahaan baik. Dengan demikian hipotesis keempat yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H₄ : *Corporate governance* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Data untuk penelitian ini berupa data sekunder yaitu laporan keuangan dan catatan atas laporan keuangan perusahaan manufaktur yang telah terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengumpulan data tersebut dilakukan dengan cara mengunduh dari *website* www.idx.co.id. Nama-nama perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2012. Sebagai syarat dalam melakukan penelitian berdasarkan banyaknya perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, maka perusahaan tersebut disaring lagi menjadi

sejumlah populasi yang sesuai dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur tersebut sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012.
2. Perusahaan manufaktur tersebut selalu menyajikan laporan tahunan selama periode pengamatan.
3. Perusahaan manufaktur tersebut membayar dividen selama tahun 2010, 2011, dan 2012.

Definisi Operasional Variabel

Variabel yang digunakan adalah variabel dependen, variabel independen, serta variabel kontrol. Variabel-variabel tersebut dapat didefinisikan sebagai berikut:

Kebijakan Dividen

Penelitian ini yang menjadi variabel dependen adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan yang dilakukan perusahaan untuk menggunakan laba yang diperolehnya apakah dibagikan untuk dividen kepada pemegang saham atau dijadikan reinvestasi bagi perusahaan demi keuntungan di masa mendatang. Kebijakan dividen dapat diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yang merupakan rasio pendistribusian laba kepada pemegang saham. Dalam penelitian ini, DPR sudah disebutkan di dalam laporan tahunan perusahaan, namun untuk beberapa perusahaan menggunakan rumusan sebagai berikut :

$$DPR = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

Sumber : Horne dan Wachowiz (1998)

Financial Leverage

Financial leverage merupakan pemanfaatan utang bagi perusahaan untuk pengalokasian sejumlah dana apabila laba yang diperoleh perusahaan mengalami keterbatasan. Proksi yang digunakan dalam financial leverage

ini adalah *Debt to Total Asset Ratio* (DAR), yaitu total utang dibagi dengan total aset. Rumus dari DAR adalah sebagai berikut :

$$DAR = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

Sumber : Penman (2010)

Set Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi merupakan opsi bagi perusahaan untuk melakukan investasi di masa yang akan datang. Fungsi dari kesempatan investasi adalah sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. IOS merupakan cerminan dari *net present value* yang positif karena perusahaan tidak selalu melaksanakan kesempatan investasinya di masa mendatang, maka nilai kesempatan pertumbuhan merupakan nilai sekarang dari pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Lusiana, Sinarahardja, Suharli, 2007).

Hartono (1999, diacu dalam Lusiana, et al., 2007) menyebutkan bahwa *market to book value of asset*, *market to book value of equity*, dan *earnings per share to price* merupakan proksi IOS yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian Adam dan Goyal (2006, diacu dalam Murhadi dan Wijaya, 2011) menyebutkan bahwa proksi nisbah *market value of equity to book asset* merupakan proksi yang dapat menggambarkan kemampuan set kesempatan investasi secara baik. Maka, untuk penelitian ini, IOS diukur dengan 2 proksi, yaitu proksi berbasis harga dan proksi nisbah *market value of equity to book asset*. Rumus proksi berbasis harga adalah sebagai

$$PER = \frac{\text{Price}}{\text{Earnings per share}}$$

Sumber : Penman (2010)

Rumus proksi nisbah *market value of equity to book asset* adalah sebagai berikut :

$$\text{Market value of equity to book asset} = \frac{\text{Jumlah saham beredar} \times \text{Harga penutupan saham}}{\text{Nilai buku aset perusahaan}}$$

Sumber : Murhadi dan Wijaya (2011)

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kebijakan yang diberikan perusahaan bagi para pemegang saham untuk mendapati porsi kepemilikan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau direktur. Kepemilikan manajerial dapat diperoleh dengan variabel *dummy* untuk menunjukkan ada tidaknya kepemilikan manajerial, dengan ketentuan D=1 untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan D=0 untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial (Dewi, 2008).

Corporate Governance

Corporate Governance merupakan sistem tata kelola perusahaan yang diperlukan untuk melindungi kepentingan pemegang saham minoritas. Dalam *good corporate governance*, terdapat empat prinsip yang mendasarinya yaitu *transparency*, *fairness*, *accountability*, dan *responsibility*. Sebagai indikator dalam *corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Transparansi (*transparency*), komponennya meliputi :
 - a. Kelengkapan laporan keuangan
Terdiri dari Neraca, Laporan Laba Rugi, Laporan Perubahan Ekuitas, Laporan Arus Kas, dan Catatan atas Laporan Keuangan. Masing-masing dari laporan keuangan ini diberi bobot satu. (Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-38/PM/1996).
 - b. Ketepatan waktu penyajian laporan keuangan
Penyerahan laporan keuangan dilakukan selambat-lambatnya 120 hari setelah tahun buku perusahaan berakhir, disertai dengan laporan akuntan independen yang akan memberikan pendapat tentang kewajaran laporan keuangan tersebut. Jika perusahaan

tepat waktu menyerahkan laporan keuangannya, maka akan diberi bobot satu dan apabila tidak tepat waktu akan diberi bobot nol. (Keputusan Ketua Bapepam Nomor Kep-38/PM/1996).

- c. Kelengkapan informasi di luar laporan keuangan
Informasi ini disajikan dalam laporan tahunan, kelengkapannya meliputi : Laporan Manajemen, Ikhtisar Data Keuangan Penting, dan Analisis dan Pembahasan Umum oleh Manajemen. Masing-masing laporan diberi bobot satu.

Nilai maksimum dari prinsip transparansi adalah sembilan (9).

2. Kewajaran (*fairness*), dimana kewajaran laporan keuangan diperoleh dari Laporan Auditor Independen pada perusahaan yang bersangkutan. Berikut pembobotan pada masing-masing pendapat Auditor Independen :

- a. Pernyataan tidak memberikan pendapat diberi bobot satu.
- b. Pendapat tidak wajar diberikan bobot dua.
- c. Pendapat wajar dengan pengecualian diberikan bobot tiga.
- d. Pendapat wajar tanpa pengecualian dengan bahasa penjas diberikan bobot empat.
- e. Pendapat wajar tanpa pengecualian diberikan bobot lima.

Nilai maksimum dari prinsip kewajaran adalah lima (5).

3. Akuntabilitas (*accountability*), dapat diukur melalui tiga hal, yaitu :

- a. Keberadaan komite audit
Jika terdapat komite audit diberi bobot satu, jika tidak ada diberi bobot nol.
- b. Laporan kegiatan komite audit
Jika terdapat laporan kegiatan komite audit diberi bobot satu, jika tidak ada diberi bobot nol.

- c. Frekuensi pertemuan komite audit
Jika frekuensi pertemuan komite audit dilakukan lebih dari tiga kali, yakni sesuai peraturan berlaku akan diberi bobot satu jika tidak diberi bobot nol.

Nilai maksimum dari prinsip akuntabilitas adalah tiga (3).

4. Responsibilitas (*responsibility*) terdiri dari :

- a. Kendali mutu dan standarisasi
Informasi ini didapat dari ada atau tidaknya sertifikasi mutu produk terkait oleh perusahaan. Jika perusahaan memiliki salah satu sertifikasi tersebut diberi bobot satu, jika tidak ada diberi bobot nol.
- b. Uraian keikutsertaan perusahaan dalam kegiatan pelayanan dan program kemasyarakatan.
Informasi ini termasuk informasi di luar laporan keuangan yang biasanya menguraikan keikutsertaan perusahaan dalam kegiatan pelayanan dan kemasyarakatan. Jika ada diberi bobot satu jika tidak ada diberi bobot nol.
- c. Pengembangan sumber daya manusia
Informasi ini termasuk informasi di luar laporan keuangan yang biasanya menguraikan kegiatan pemberdayaan sumber daya manusia yang diselenggarakan oleh perusahaan. Perusahaan dapat menyelenggarakan kegiatan *training* seperti *training leadership* dan motivasi. Jika ada diberi bobot satu jika tidak ada diberi bobot nol.
- d. Pengembangan lingkungan hidup
Salah satu contoh kepedulian perusahaan terhadap lingkungan hidup adalah melakukan Analisis Mengenai Dampak Lingkungan (AMDAL). Jika ada diberi bobot satu jika tidak ada diberi bobot nol.

Nilai maksimum dari prinsip responsibilitas adalah empat (4).

Setelah memperoleh nilai dari keempat prinsip *Corporate Governance* (CG) diperoleh nilai maksimum sama dengan dua puluh satu (21) yakni total nilai semua prinsip CG (Wijayanti dan Supatmi, 2009, hal. 140-141).

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan variabel kontrol dalam penelitian ini. Ukuran perusahaan digunakan untuk mengukur tingkat pengembangan bisnis yang dilakukan oleh perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diproksikan dengan logaritma natural total aset yang dilaporkan oleh perusahaan dalam neraca pada akhir tahun.

$$Ukuran\ perusahaan = Ln\ Total\ Assets$$

Sumber : Nuringsih (2005)

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan adalah analisis statistika deskriptif dan analisis regresi berganda. Analisis statistika deskriptif adalah untuk memperoleh gambaran umum tentang sampel. Sedangkan analisis regresi berganda digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel independen terhadap variabel dependen.

Di dalam analisis regresi berganda, suatu hipotesis diujikan menggunakan uji t, uji F, dan juga memperhatikan nilai koefisien determinasinya. Selain itu, sebelum melakukan pengukuran dengan analisis regresi berganda, maka menggunakan uji asumsi klasik. Asumsi klasik terdiri dari asumsi normalitas, multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas. Pengolahan data akan dilakukan dengan menggunakan program *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS) versi 18 dengan Windows.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Objek Penelitian

Kriteria perusahaan yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang membagikan

dividen tunai selama periode 2010, 2011, dan 2012. Total keseluruhan perusahaan manufaktur yang terdapat dalam daftar *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2012 menunjukkan bahwa ada 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dari total keseluruhan tersebut, maka didapatkan bahwa ada 43 perusahaan manufaktur yang telah memenuhi kriteria, yaitu perusahaan tersebut membagikan dividen tunai secara berturut-turut selama periode 2010, 2011, dan 2012. Selain itu, 43 perusahaan itu juga memiliki laporan tahunan dan laporan keuangan yang berakhir pada bulan Desember periode pembukuan. Dengan demikian, jumlah yang menjadi objek penelitian yang digunakan adalah 129 (perusahaan-tahun). Berdasarkan hasil uji asumsi klasik terdapat 14 data yang *outlier* dan dikeluarkan dari sampel. Hasil dari uji asumsi klasik menunjukkan bahwa data sampel (115 perusahaan-tahun) sudah normal dan bebas multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Berikut akan dijelaskan hasil uji F (*goodness of fit*) dan uji t.

Tabel 1
Hasil Uji F

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.368	6	.228	4.111	.001 ^a
	Residual	5.987	108	.055		
	Total	7.355	114			

a. Predictors: (Constant), Intotas, mv, per, dar, man, cg

b. Dependent Variable: dpr

Sumber: hasil olah data

Berdasarkan Tabel 1, dapat diketahui bahwa nilai F-test sebesar 4.111 dengan probabilitas signifikan sebesar 0.001. Probabilitas tersebut lebih kecil dari 5%, maka H_a diterima dan H_0 ditolak. Hal tersebut menyatakan bahwa minimal ada satu variabel independen (*financial leverage*, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan *corporate governance*) yang berpengaruh terhadap variabel dependen (kebijakan dividen).

Tabel 2: Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.498	.463		1.075	.285
dar	-.176	.117	-.134	-1.499	.137
per	.007	.002	.288	3.270	.001
mv	4.194E-8	.000	.280	3.122	.002
man	.036	.046	.070	.779	.438
cg	.002	.019	.010	.111	.912
Intotas	-.007	.014	-.048	-.523	.602

Sumber: hasil olah data

Pembahasan

Pengaruh *Financial Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil dari analisis data, dengan tingkat signifikansi sebesar 0.137, yang berada di atas tingkat signifikansi yang telah ditetapkan, yaitu 0.05, maka dapat dikatakan bahwa *financial leverage* tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Dengan demikian, hipotesis 1 yang menyebutkan bahwa *financial leverage* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, ditolak.

Hal ini memperkuat penelitian Rizqia, et al. (2013) yang menyatakan bahwa *financial leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kendala keuangan tidak akan menjadi pengaruh bagi perusahaan untuk pembayaran dividennya. Hal ini terjadi karena perusahaan dapat terus membayarkan dividennya apabila dividen masa depan dibayar dari keuntungan yang diperoleh setelah penandatanganan perjanjian pinjaman. Penelitian lain yang dilakukan oleh Ayub (2005, diacu dalam Afza dan Mirza, 2010) menyatakan bahwa *financial leverage* tidak memiliki pengaruh langsung terhadap kebijakan dividen perusahaan di Pakistan. Hal ini dikarenakan berbagai alasan. Alasan pertama adalah pasar utang publik yang tidak mapan. Alasan kedua adalah sebagian besar pinjaman disetujui secara sosial dan politik dan pinjaman tersebut hanya disetujui untuk proyek

tertentu yang tidak memberikan kontribusi dalam modal yang digunakan perusahaan (Malik, et al., 2013).

Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen

Pada Tabel 2, dapat dilihat bahwa kesempatan investasi dengan PER memiliki koefisien sebesar 0.007, artinya apabila *price earnings ratio* mengalami peningkatan sebesar satu satuan, maka *dividend payout ratio* juga akan mengalami peningkatan sebesar 0.007, dengan asumsi variabel independen lainnya adalah konstan. Nilai signifikansi yang dihasilkan adalah 0.001, yang berada di bawah tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Oleh karena itu, hipotesis 2a dalam penelitian ini tidak dapat ditolak yaitu kesempatan investasi dengan PER memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Lusiana, et al. (2007) yang menyatakan bahwa kesempatan investasi yang diprosikan dengan *price earnings ratio* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Ketika perusahaan mengalami kesempatan investasi atau dapat dikatakan ketika perusahaan mengalami pertumbuhan, maka harga saham yang dijual akan meningkat sebagai refleksi dari perusahaan yang baik di mata investor. Oleh karena itu, perusahaan akan bertanggung jawab dalam memenuhi kebutuhan investor yaitu dengan pembagian dividen. Oleh karena itu, apabila kesempatan investasi perusahaan tinggi yang diperlihatkan dengan *price earnings ratio* akan sejalan dengan peningkatan pembagian dividen.

Pada Tabel 2, dapat dilihat bahwa koefisien kesempatan investasi dengan proksi *market value of equity to book asset* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.002. Hasil ini berada di bawah 0.05 yaitu taraf signifikansi yang ditetapkan. Dari hasil penelitian tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa kesempatan investasi

dengan proksi *market value of equity to book asset* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen, hasil ini sejalan dengan penelitian Widarni (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan perusahaan dalam meningkatkan laba adalah dengan perluasan usaha. Oleh karena itu, dana yang dibutuhkan perusahaan lebih besar untuk membiayai perluasan usahanya. Laba yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen terkait juga dengan besarnya dana yang diperlukan perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan. Sumber dana baru tersebut dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Berdasarkan kedua hasil penelitian dalam variabel set kesempatan investasi yang menggunakan proksi *price earnings ratio* dan *market value of equity to book asset*, maka dapat disimpulkan bahwa set kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Pada Tabel 2, kepemilikan manajerial memiliki nilai signifikansi sebesar 0.438. Hal ini berarti nilai signifikansi melebihi tingkat signifikansi yang telah ditetapkan sebesar 0.05. Dengan demikian, hipotesis 3 yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen, ditolak.

Dalam teori agensi, dinyatakan bahwa masing-masing individu di dalam perusahaan, memiliki kepentingannya sendiri. *Principaly* yaitu sebagai pemilik perusahaan menginginkan hasil keuangan dalam perusahaan yang terus bertambah, sedangkan manajer atau *agent* menginginkan insentif pribadi berupa kompensasi. Mengatasi perbedaan keinginan tersebut yang dapat menimbulkan *agency cost*, maka kepemilikan manajerial dapat menjadi salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* tersebut dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh

manajemen (Jensen & Meckling, 1976, diacu dalam Dewi, 2008).

Penelitian ini menyatakan hasil bahwa kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Wahyudi & Hartini (2006). Hal ini membuktikan bahwa pemegang saham yang juga merupakan pengelola perusahaan cenderung memilih kompensasi berupa gaji atau bonus, ataupun insentif jangka panjang lainnya dibandingkan dengan dividen.

Pengaruh Corporate Governance terhadap Kebijakan Dividen

Dalam Tabel 2, dapat dilihat bahwa *corporate governance* memiliki *p-value* sebesar 0.912 yang melebihi tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu sebesar 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis 4 ditolak. Hal ini menyatakan bahwa *corporate governance* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang membagikan dividen selama periode penelitian. Hal ini berarti bahwa baik perusahaan yang memiliki *corporate governance* yang lemah ataupun kuat, tidak akan memiliki pengaruh terhadap besar kecilnya kebijakan dividen yang dibagikan. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen tetap akan dilakukan berdasarkan pada arus kas bersih, sedangkan tata kelola perusahaan merupakan mekanisme yang merupakan tuntutan mutlak harus dijalankan perusahaan-perusahaan di Indonesia. Hal ini dibuktikan dari sebagian besar data berada pada nilai *corporate governance* yang cukup tinggi dengan *score* 19-21 yaitu sebanyak 95 data.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan yang dijadikan variabel kontrol dalam penelitian ini, memperlihatkan hasil yang tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dari Tabel 2 dapat dilihat bahwa ukuran perusahaan memiliki nilai

p-value 0.602 yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditetapkan sebesar 0.05. Hal ini mengindikasikan bahwa sebagai variabel kontrol, ternyata baik perusahaan besar ataupun perusahaan kecil yang dilihat melalui logaritma natural total aset, tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Allie, et al. (1993, diacu dalam Rizqia, et al., 2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Dalam Rizqia, et al. (2013) juga dinyatakan bahwa ternyata *transaction cost theory* yang menggarisbawahi hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen tidak dapat dibuktikan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh *leverage*, kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan *corporate governance* terhadap kebijakan dividen. Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia, yang membagikan dividen berturut-turut selama 3 periode, yaitu 2010-2012.

Hasil analisis pada penelitian ini mendapatkan bahwa variabel *financial leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembagian dividen tunai. Begitu juga, dengan variabel kepemilikan manajerial yang menghasilkan bukti bahwa tidak ada perbedaan antara perusahaan yang memiliki dan tidak memiliki kepemilikan manajerial. Variabel *corporate governance* pun tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, hasil untuk variabel set kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Set kesempatan investasi memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti,

semakin tinggi tingkat kesempatan investasi, semakin tinggi juga pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan karena dengan kesempatan investasi berarti perusahaan sedang mengalami pertumbuhan. Pertumbuhan perusahaan tersebut akan diiringi dengan pertanggungjawabannya dalam menjawab kebutuhan investor untuk pembagian dividen.

Saran

Pada penelitian ini, peneliti hanya menggunakan variabel kepemilikan manajerial untuk mengukur seberapa besar pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, akan lebih baik apabila untuk penelitian berikutnya menggunakan struktur kepemilikan yang lain seperti blok kepemilikan eksternal, yaitu kepemilikan yang bukan berasal dari kalangan manajerial, namun dimiliki oleh investor besar di luar manajerial. Model yang digunakan pun dapat diubah bukan dengan variabel *dummy*, melainkan dengan persentase struktur kepemilikan sehingga dapat diketahui seberapa besar struktur kepemilikan di dalam perusahaan yang mempengaruhi keputusan pembagian dividen perusahaan.

Penelitian selanjutnya dapat menggunakan model logistik, dengan variabel dependen yaitu kebijakan dividen yang diukur dengan *dummy variable* dimana perusahaan yang membagikan dividen diberikan angka 1 dan yang tidak membagikan dividen diberi angka 0. Tujuannya untuk mencari faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen dan dapat dikelompokkan perusahaan dengan karakteristik yang seperti apa yang membagikan dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Afza, T., Mirza, H.H. 2010. "Ownership structure and cash flows as determinants of corporate dividend policy in Pakistan". *International Business Research*, 3(3), 210-221.

- Dewi, S.C. 2008. "Pengaruh kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10(1), 47-58.
- Green, P., Pogue, M., Watson, I. 1993. "Dividend policy and its relationship to investment and financing policies : Empirical evidence using irish data". *Irish Business and Administrative Research* 1993, 14(2), 69-84.
- Horne, J.C. Van., Wachowicz, J.M. 1998. *Fundamentals of Financial Management*. (10thed). Harlow : Prentice Hall.
- Lusiana, Sinarahardja, Suharli, M. 2007. "Asosiasi investment opportunity set and managerial ownership dengan dividend and debt policy". *Jurnal Akuntansi*, 1(1), 77-102.
- Malik, F., Gul, S., Khan, M.T., Rehman, S.U. 2013. "Factors influencing corporate dividend payout decisions of financial and non-financial firms". *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(1), 35-47.
- Manos, R. 2002. "Dividend policy and agency theory : evidence on Indian firms". *Finance and Development Research Programme Working Paper Series*, 41. Loughborough University. Manchester.
- Murhadi, W.R. & Wijaya, L.I. 2011. "Pengaruh *good corporate governance, analyst coverage*, dan tahapan daur hidup terhadap kebijakan dividen". *Jurnal Manajemen & Bisnis*, 10(1), 111-126.
- Nuringsih, K. 2005. "Analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, roa dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen : Studi 1995-1996". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2(2), 103-123.
- Penman, S.H. 2010. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. (4thed). Singapore : McGraw-Hill.
- Rachmad, A.N. & Muid, D. 2013. "Pengaruh struktur kepemilikan, *leverage* dan *return on assets* (ROA) terhadap kebijakan dividen". *Diponegoro Journal of Accounting*, 2(3), 1-11.
- Rizqia, D.A., Aisjah, S., Sumiati. 2013. "Effect of managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, and investment opportunity on dividend policy and firm value". *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(11), 120-130.
- Suharli, M. 2007. "Pengaruh *profitability* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1), 9-17.
- Suharli, M dan Harahap, S.S. 2004. "Studi empiris terhadap faktor penentu kebijakan jumlah dividen". *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Universitas Trisakti, Jakarta.
- Wahyudi, U., Pawestri, H.P. 2006. "Implikasi struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan : Dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening". *Simposium Akuntansi Nasional 9 Padang*, 23-26 Agustus.

Widarni, E.L. 2011. "Pengaruh biaya keagenan dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen". *Jurnal Dinamika Dotcom*, 2(1), 76-88.

Wijayanti, S. & Supatmi.2009. "Pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 15(2), 135-146.

Wirjolukito, A., Yanto, H., Sandy. 2003. "Faktor-faktor yang merupakan pertimbangan dalam keputusan pembagian dividen : Tinjauan terhadap teori pensinyalan dividen pada perusahaan go public di Indonesia". *Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 3(2), 160-172.