

## DETERMINAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEKTOR MANUFAKTUR ( PERSPEKTIF *PECKING ORDER HYPOTHESIS* *DAN AGENCY THEORY*)

**Pancawati Hardiningsih**

**Rachmawati Meita Oktaviani**

Universitas Stikubank Semarang

pancawati\_h@yahoo.com

**Abstract:** *The company can maintain its investment capital and is able to achieve long-term growth target by adjusting the target Dividend Payout Ratio. Managers believe that investors prefer companies that follow a stable Dividend Payout Ratio. Samples selected by purposive sampling method were 63 listed companies of the manufacturing sector, assuming the issuer's dividend continuously over the period 2009-2011. The findings indicate that the Return On Equity, Free Cash Flow and Firm Size positive influence on Dividend Payout Ratio. While the Debt to Equity Ratio and Non-Debt Tax Shield adversely affect Dividend Payout Ratio. But Corporate Tax Ratio and Management Ownership is not proven influence on Dividend Payout Ratio . While the variable Free Cash Flow shows the most dominant factor Dividend Payout Ratio influence.*

**Keywords :** *Profitability, Debt Policy, Taxation, Ownership Management, Dividend Payout*

**Abstrak:** *Perusahaan dapat mempertahankan modal investasinya serta mampu mencapai target pertumbuhan jangka panjang dengan cara menyesuaikan target Dividend Payout Ratio. Manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti Dividend Payout Ratio yang stabil. Sampel terpilih dengan purposive sampling method sebanyak 63 emiten sektor manufaktur, dengan asumsi emiten secara kontinu membagikan dividen selama periode 2009-2011. Hasil temuan menunjukkan bahwa Return On Equity, Free Cash Flow dan Firm Size berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio. Sedangkan Debt to Equity Ratio dan Non-Debt Tax Shield berpengaruh negatif terhadap Dividend Payout Ratio. Namun Corporate Tax Ratio dan Management Ownership tidak terbukti berpengaruh terhadap Dividend Payout Ratio. Sementara variabel Free Cash Flow menunjukkan faktor yang paling dominan berpengaruh terhadap Dividend Payout Ratio.*

**Kata Kunci:** *Profitabilitas, Kebijakan Hutang, Pajak, Kepemilikan Manajemen, Kebijakan Dividen*

## PENDAHULUAN

Saxena (1999: p.3) dividen bagi perusahaan memiliki peran penting pada struktur permodalan, sebagai indikator stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa datang. Sesungguhnya investor jauh lebih menghargai dari dividen daripada bentuk *capital gain* (Gordon dan Lintner, 1956). Dividen merupakan unsur pendapatan yang pasti dibayar pada tahun berjalan sedangkan *capital gain* bersifat tidak pasti. (Eko Wahyudi dan Baidori, 2008).

Hakikat *Dividend Payout Ratio* adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang ditahan sebagai laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990). Miller dan Modigliani (1961) mengembangkan *irrelevant dividend*, yang selanjutnya membahas tentang pembayaran dividen dan variasi kebijakan pembayaran dividen dengan fokus pada ketidaksempurnaan pasar. (Atok Risaptoko, 2007)

Perusahaan berusaha mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil dan membayarkan suatu porsi tertentu dari pendapatan sebagai dividen (Lintner, 1956). Penelitian Lintner menemukan bahwa perusahaan menentukan besarnya *dividend payout ratio* yang disesuaikan dengan target *dividend payout ratio* itu sendiri, sehingga perusahaan dapat menjaga dan mempertahankan modal investasinya serta mampu mencapai target pertumbuhan jangka panjang. Hasil penelitian Lintner yang lain menyebutkan bahwa manajer percaya bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti *dividend payout ratio* yang stabil. Baker *et al.* (1985) menyimpulkan bahwa manajer memberikan perhatian pada stabilitas dividen dalam proses keputusan *dividend payout ratio*. (Sugiharto, 2007).

Beberapa hasil penelitian terdahulu masih menunjukkan inkonsistensi hasil

tentang kebijakan dividen khususnya *dividend payout ratio*, seperti Tita Deitiana (2009) menemukan profitabilitas (*ROE*) tidak berpengaruh terhadap *DPR*, namun berbeda dengan Duha Al-Kuwari (2009) dan Faris Nasif Al-Shubiri (2011) bahwa *ROE* berpengaruh positif terhadap *DPR*. Sementara Usman (2006) mengungkapkan bahwa kebijakan hutang (*debt equity ratio*) berpengaruh positif signifikan, namun kontradiktif dengan hasil penelitian Prihantoro (2003) dan Duha Al-Kuwari (2009) yang menunjukkan hasil negatif signifikan. Sedangkan penelitian Sunarto (2004) dan Fira Puspita (2009) menemukan bahwa kebijakan hutang (*debt equity ratio*) tidak berpengaruh terhadap *DPR*.

Faktor Pajak yang diproxy dengan *Corporate Tax Ratio (CTR)* dan *Non-Debt Tax Shield (NDTS)* ditemukan Kanwal Anil & Sujata Kapoor (2008), *Corporate Tax Ratio (CTR)* tidak signifikan terhadap *DPR*, namun hasil berbeda ditemukan oleh Amidu dan Abor (2006) yang menunjukkan hasil positif signifikan. Sementara *Non-Debt Tax Shield (NDTS)*, sejauh pencarian literatur yang peneliti lakukan, baru Chang dan Ree (1990) yang hasilnya berpengaruh positif. Penelitian kepemilikan saham manajemen terhadap *dividend payout ratio*, muncul karena kebijakan dividen yang diputuskan manajemen sering menimbulkan konflik dengan pemegang saham. Hasil penelitian Jensen, et al (1992), Sunarto & Eko Wahyudi (2004), Baidori (2008) & Hatta (2002) menemukan kepemilikan saham manajemen tidak signifikan terhadap *DPR*. Penelitian ini juga menempatkan karakteristik perusahaan *Firm Size* sebagai variable control.

## KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESA

### Kajian Teori

#### *Pecking Order Hypothesis*

Myer dan Majluf (1984) menyatakan asimetri informasi menyebabkan perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal karena menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal, disamping juga karena ingin memaksimalkan kekayaan pemegang saham yang sudah ada. Perusahaan akan memilih hutang dibanding *external equity*, dengan harapan penerbitan hutang bebas risiko (*risk free debt*) tidak punya dampak terhadap nilai saham yang sudah ada. Penerbitan hutang yang berisikupun mempunyai pengaruh lebih sedikit terhadap nilai saham yang sudah ada dibandingkan dengan menerbitkan saham baru.

#### ***Dividend Payment Dalam Perspektif Agency Theory***

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.*, 1992). *Agency theory* muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan dimana-mana, khususnya pada perusahaan-perusahaan besar yang modern. Satu atau lebih individu (pemilik) menggaji individu lain (agen) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen (Brigham, 1996).

Potensi timbulnya masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer jika manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Ini terjadi karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi (Jensen & Meckling, 1976), para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya

kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen *et al.* (1992) menghubungkan interaksi antara *dividend payout ratio* dan kepemilikan saham manajemen untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Keputusan finansial perusahaan dan kepemilikan saham manajemen memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. Dengan demikian para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan.

#### **Pengembangan Hipotesa**

##### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Dividend Payout Ratio**

Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula.

*"Return on common equity measures the return earned on common stockholders' investment in the firm"*. Gitman (2006).

Modigliani dan Miller (1961) berpendapat dan telah dibuktikan secara empiris bahwa investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang. Dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, sehingga keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham adalah setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban beban bunga dan pajak sehingga keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya dividen.

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen sehingga semakin besar keuntungan yang diperoleh akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. (Sudarsi 2002:79). Hasil ini juga didukung penelitian yang dilakukan oleh Duha Al-Kuwari (2009) dan Faris Nasif Al-Shubiri (2011) yang menunjukkan secara empiris adanya pengaruh positif signifikan ROE terhadap DPR. Berdasarkan paparan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H1:** ROE berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

#### **Pengaruh Debt Equity Ratio (DER) Terhadap Dividend Payout Ratio**

Semakin besar proporsi utang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar jumlah kewajiban. Oleh karena itu, semakin tinggi DER akan semakin rendah kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia untuk dividen bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena laba yang ada diprioritaskan untuk aktivitas pendanaan daripada pembagian dividen sebagaimana dalam *Pecking Order Theory*.

Jika beban hutang tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Prihantoro (2003), Sunarto (2004), Fira Puspita (2009) dan Duha Al-Kuwari (2009) secara empiris menunjukkan hubungan yang negatif antara *Debt Equity Ratio (DER)* terhadap

*Dividend Payout Ratio (DPR)*. Berdasarkan paparan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

**H2:** DER berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

#### **Pengaruh Corporate Tax Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio**

Masulis dan Trueman (1988) memprediksi model *adjusted-tax* yang menyimpulkan bahwa kenaikan kewajiban pajak pembayaran mengakibatkan dividen turun sementara pendapatan reinvestasi naik. Namun teori ini telah dikritik karena tidak kompatibel dengan perilaku rasional yang mengungkapkan bahwa asimetri informasi antara manajer dan pemegang saham menyebabkan dividen yang harus dibayar meningkat untuk meningkatkan daya tarik isu ekuitas. Pembayaran dividen kepada pemegang saham harus dipenuhi untuk menjaga hubungan manajerial dan pemegang saham karena akan membantu dalam meningkatkan stabilitas perusahaan. (Amidu & Abor, 2006).

Perpajakan di Indonesia menganut tarif pajak progresif terhadap laba netonya dengan demikian semakin besar *Corporate Tax Ratio* suatu perusahaan, menunjukkan semakin besar pula laba yang diperoleh perusahaan maka, semakin tinggi pula dana yang tersedia untuk pembagian dividen. Jika *Corporate Tax* perusahaan tinggi, maka laba yang diperoleh perusahaan tersebut juga tinggi, sehingga dividen yang dibagikan dari bagian laba tersebut juga tinggi. Hasil penelitian Amidu & Abor (2006) dan Kanwal Anil & Sujata Kapoor (2008) secara empiris menunjukkan hubungan yang positif antara CTR terhadap DPR. Berdasarkan paparan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H3:** CTR berpengaruh positif terhadap DPR

### **Pengaruh Faktor NDTs Terhadap Dividend Payout Ratio**

DeAngelo & Masuli berpendapat bahwa sejumlah besar investasi yang berhubungan dengan NDTs seperti penyusutan dan kredit pajak investasi akan mengurangi nilai kepentingan tax-shield perusahaan dan karenanya menghambat perusahaan dari pinjaman. NDTs yang tinggi mengindikasikan investasi serta hutang yang tinggi pula. Menurut Mackie-Masson (1990), *non-debt tax shield* timbul karena adanya fasilitas dari pemerintah yang berupa *investment tax credit*, *tax loss carryforward*, serta dalam bentuk depresiasi aktiva tetap.

Biaya depresiasi, mencerminkan tingkat jumlah aktiva berwujud yang dimiliki oleh perusahaan. Depresiasi yang tinggi akan mengakibatkan laba yang ada berkurang, sehingga laba menjadi lebih rendah. Karena laba lebih rendah, maka bagian laba yang dibayarkan sebagai dividen juga rendah. *Non-debt tax shield* juga mengakibatkan perusahaan mempunyai kecenderungan menggunakan *retained earning*-nya untuk mendanai investasi. Masih didasarkan penelitian Chang & Ree, menghubungkan variabel NDTs dengan dividen menemukan hasilnya berpengaruh positif sehingga tidak sesuai dengan teori yang ada. Berdasarkan paparan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

**H4:** NDTs memiliki pengaruh negatif terhadap DPR

### **Pengaruh Kepemilikan Saham Manajemen Terhadap Dividend Payout Ratio**

Jensen *et al.*, (1992) menghubungkan interaksi antara dividend payout ratio dan kepemilikan saham manajemen untuk menunjukkan

ketidaksimetrisan antara pemilik dan investor luar. Keputusan finansial perusahaan dan kepemilikan saham manajemen memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya. DPR perusahaan dipengaruhi oleh keputusan dari pemilik dengan tujuan-tujuan tertentu. Menurut Rozeff (1982), keterkaitan satu variabel pada persentase kepemilikan saham oleh manajemen diprediksikan bahwa pembayaran dividen mempunyai hubungan yang negatif dengan persentase kepemilikan saham oleh manajemen.

Sesuai *Agency Theory* Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi dengan cara meningkatkan biaya untuk gaji manajemen yang berdampak menurunkan laba yang diterima sehingga laba yang tersedia untuk dividen juga menurun. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen, *et al* (1992), Sunarto (2004) dan Eko Wahyudi & Baidori (2008) secara empiris menunjukkan kepemilikan saham manajemen mempunyai hubungan yang negatif terhadap DPR. Berdasarkan paparan diatas maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

**H5:** Kepemilikan Saham Manajemen memiliki pengaruh negatif terhadap DPR.

## **METODE PENELITIAN**

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Laporan Keuangan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *Indonesia Stock Exchange (IDX)*. Adapun data yang digunakan sektor manufaktur selama periode tahun 2009 sampai 2011. Populasi yang

digunakan sector manufaktur selama periode 2009-2011. Sampel terpilih sebanyak 63 yang tersebar dalam 12 kelompok industri dengan menggunakan *purposive sampling* dengan asumsi perusahaan yang membagikan dividen selama periode pengamatan, yang mempunyai laba, dan *free cash flow* dan *corporate tax* positif.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Uji Multikolinearitas

Bersumber pada Tabel 1. deteksi multikolinearitas diketahui dari nilai *VIF* pada setiap variabel kurang dari 10, sehingga tidak ada problem multikolinearitas pada model regresi penelitian ini.

### Uji Autokorelasi

Bersumber pada Tabel 2. deteksi Autokorelasi diperoleh nilai Durbin-Watson (*DW*) sebesar 2.024. Dengan demikian, nilai *DW* sebesar 2.054 terletak diantara *du* (1.8584) dan *4-du* (2.1416), maka disimpulkan tidak terjadi problem autokorelasi.

### Uji Heteroskedastisitas

Bersumber pada Tabel 3. deteksi heteroskedastisitas digunakan Uji Glejser, dengan hasil masing-masing variabel independen mempunyai tingkat signifikansi diatas 0.05, sehingga disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi problem heteroskedastisitas.

### Koefisien Determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*)

Bersumber pada Tabel 4. nilai koefisien determinasi (*Adjusted R<sup>2</sup>*) sebesar 0.533, seperti table berikut menunjukkan bahwa *variance Dividen Payout Ratio (DPR)* dapat dijelaskan oleh *ROE*, *FCF*, *DER*, *CTR*, *NDTS*, *Kepemilikan Manajemen*, dan *firm size* sebesar 53,3%.

### Uji F (*Goodness of Fit Models*)

Bersumber pada Tabel 5. hasil uji F diperoleh nilai signifikansi sebesar 0.000, sehingga secara keseluruhan model dinyatakan fit karena nilai probabilitas lebih kecil dari 5%.

### Uji Hipotesis dan Pembahasan

Berdasarkan hasil analisis pada halaman lampiran dapat dijelaskan hasil uji hipotesis sebagai berikut :

#### a. Hipotesis 1 diterima

Bersumber pada Tabel 6. dijelaskan bahwa *ROE* dengan nilai signifikansi 0.013 secara empiris terbukti bahwa *Profitabilitas (ROE)* berpengaruh positif signifikan terhadap *DPR*. *Profitabilitas* merupakan indikator keberhasilan operasi perusahaan. Tingkat *profitabilitas* perusahaan yang tinggi akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen sehingga perusahaan yang memperoleh laba lebih besar cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar pula sebagai dividen. Hasil ini sejalan dengan temuan Sudarsi (2002), Duha Al-Kuwari (2009) dan Faris Nasif Al-Shubiri (2011) yang menunjukkan adanya pengaruh positif signifikan *Profitabilitas (ROE)* terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

#### b. Hipotesis 2 diterima

Bersumber pada Tabel 6. dijelaskan bahwa, *DER* dengan nilai signifikansi 0.046 secara empiris terbukti bahwa *Kebijakan Hutang (DER)* berpengaruh negatif signifikan terhadap *DPR*. Arah negatif menunjukkan apabila *DER* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan akan mengalami penurunan. Semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya.

Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima,

karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Hal ini mendukung *Pecking Order Hypothesis* Meyers dan Majluf (1984) dimana perusahaan lebih mengutamakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah. Hasil ini sejalan dengan penelitian dari Prihantoro (2003), Sunarto (2004), Fira Puspita (2009) dan Duha Al-Kuwari (2009) dimana Kebijakan Hutang (*DER*) memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

#### c. Hipotesis 3 ditolak

Bersumber pada Tabel 6. dijelaskan bahwa, *CTR* dengan nilai signifikansi 0.242 secara empiris tidak terbukti bahwa *Corporate Tax Ratio (CTR)* berpengaruh positif signifikan terhadap *DPR*. Faktor Pajak yang diproxy *Corporate Tax Ratio (CTR)* merupakan rasio dari pajak perusahaan terhadap laba neto sebelum pajak. Hasil penelitian menunjukkan pengaruh positif *CTR* terhadap *DPR* yang menjelaskan bahwa peningkatan *CTR* perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen. Hal ini menunjukkan bahwa laba perusahaan yang ada diprioritaskan untuk pembayaran hutang dan investasi mengingat bahwa kondisi perusahaan sedang tumbuh, sehingga proporsi laba yang tersedia lebih diprioritaskan untuk pengembangan investasi daripada pembayaran dividen menjadi kecil. Hasil ini sejalan dengan Kanwal Anil & Sujata Kapoor (2008), yang menunjukkan bahwa *Corporate Tax Ratio* tidak berpengaruh positif terhadap *DPR*.

#### d. Hipotesis 4 diterima

Bersumber pada Tabel 6. dijelaskan bahwa, *NDTS* dengan nilai signifikansi 0.001 secara empiris terbukti bahwa *Non*

*Debt Tax-Shield (NDTS)* berpengaruh negatif signifikan terhadap *DPR*. Faktor Pajak yang diproxy *Non Debt Tax-Shield (NDTS)* mengindikasikan besarnya biaya yang mendatangkan keuntungan pajak bagi perusahaan selain biaya bunga yaitu dalam bentuk *depresiasi* aktiva tetap. Hasil ini menjelaskan bahwa tingkat *NDTS* perusahaan yang tinggi akan berdampak pada penurunan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan.

Argumen DeAngelo and Masuli bahwa:

*"a large amount of investment-related nondebt tax shields (e.g. depreciation deductions and investment tax credits) reduces the value of corporate interest tax shields and hence discourages firms from borrowing."*

Sejumlah besar investasi yang berhubungan dengan *NDTS* (misalnya, penyusutan pemotongan dan kredit pajak investasi) mengurangi nilai kepentingan tax shield perusahaan dan karenanya menghambat perusahaan dari pinjaman. *NDTS* yang tinggi mengindikasikan investasi serta hutang yang tinggi pula. Temuan ini mendukung teori *Pecking Order Theory* maka bahwa laba perusahaan lebih diutamakan untuk aktivitas pendanaan.

Investasi dan hutang tinggi maka proporsi untuk pembagian dividen menjadi semakin rendah. Temuan ini tidak sejalan dengan Chang dan Ree (1990) yang meneliti pengaruh *Non Debt Tax-Shield (NDTS)* terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* dan hasilnya positif tidak signifikan.

#### e. Hipotesis 5 ditolak

Bersumber pada Tabel 6. dijelaskan bahwa, *INSDR* dengan nilai signifikansi 0.824 menunjukkan bahwa secara empiris tidak terbukti bahwa Kepemilikan Saham Manajemen berpengaruh terhadap *DPR*. Kepemilikan manajerial menggambarkan besarnya proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen perusahaan. Temuan ini mendukung teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan bahwa kepentingan

manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga terjadi konflik. Hal tersebut terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi dengan cara meningkatkan biaya untuk gaji manajemen sehingga berdampak pada penurunan laba, karena laba menurun maka dividen juga menurun.

Namun sebagaimana investor pada umumnya, tujuan menanamkan dana ke suatu perusahaan adalah harapan untuk memperoleh return dan atau tingkat pengembalian investasi, yang berupa dividen maupun *capital gain*. Sesungguhnya investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain* karena sifatnya yang tidak pasti. Hal ini bisa memicu manajemen yang juga pemilik saham untuk cenderung membuat kebijakan yang menguntungkan dirinya sendiri, seperti pajak. Di Indonesia tarif pajak dividen yang dibayarkan ke orang pribadi sebesar 15%-final. Sedangkan tarif pajak penghasilan orang pribadi adalah progresif antara 5% - 30%. Hal ini bisa memicu manajemen untuk mengkalkulasi dan memilih kondisi mana yang menguntungkan dirinya. Jika penghasilannya sudah terkena tarif pajak progresif yang lebih tinggi daripada pajak atas dividen maka manajemen yang juga pemegang saham akan cenderung untuk menggeser bagian laba yang menjadi penghasilannya untuk dibayarkan sebagai dividen dibanding memasukkannya ke gaji manajemen. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen, et. al (1992), Sunarto (2004) dan Eko Wahyudi & Baidori (2008) yang menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajerial tidak berpengaruh negatif terhadap DPR.

#### **Pengujian Variabel Kontrol**

Bersumber pada Tabel 4. dan Tabel 6, .penggunaan ukuran perusahaan (*firm size*) sebagai variabel kontrol ternyata memperbaiki model regresi yang ditunjukkan

dari peningkatan nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* dari 45.9% menjadi 53.3% dengan nilai F-Sig yang konstan pada nilai 0.005.

## **SIMPULAN**

Berdasarkan paparan yang telah dilakukan pada bagian sebelumnya dapat disimpulkan sebagai berikut:

Bahwa *Profitabilitas* yang tinggi akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen dengan demikian sesuai dengan pendapat Gitman (2006) bahwa *return on common equity measures the return earned on common stockholders' investment in the firm.*

*Likuiditas* perusahaan yang tinggi akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen. Sementara *kebijakan Hutang (DER)* yang meningkat maka dividen yang dibagikan akan mengalami penurunan. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen karena sesuai Teori *Pecking Order* kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen.

Peningkatan *Corporate Tax Ratio (CTR)* mempunyai efek pada peningkatan pembagian dividen karena perpajakan di Indonesia menganut tarif pajak tunggal terhadap laba netonya dengan demikian semakin besar *CTR* perusahaan berarti semakin besar pula laba yang diperoleh sehingga semakin tinggi dana yang tersedia untuk pembagian dividen. Namun apabila perusahaan mempunyai hutang dan investasi yang besar maka laba perusahaan yang ada diprioritaskan untuk pembayaran hutang dan investasi sehingga proporsi laba yang tersedia untuk pembayaran dividen menjadi berkurang.

*Non Debt Tax-Shield (NDTS)* yang tinggi akan berdampak pada penurunan pembagian dividen. Selaras argumen DeAngelo & Masuli, *NDTS* yang tinggi mengindikasikan investasi dan hutang yang tinggi maka sesuai *pecking order theory* laba perusahaan lebih diutamakan untuk aktivitas

pendanaan pada investasi dan hutang yang tinggi pula sehingga proporsi laba untuk pembagian dividen menjadi semakin rendah.

Semakin besar proporsi saham yang dimiliki manajemen maka semakin kecil dividen yang dibagikan. Sesuai teori keagenan Jensen & Meckling (1976), kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan. Manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi dengan meningkatkan biaya untuk gaji manajemen yang berdampak menurunkan laba sehingga proporsi untuk dividen menurun. Namun investor pada umumnya lebih menyukai pendapatan dividen sehingga manajemen yang juga merupakan pemilik saham/investor, cenderung membuat kebijakan yang menguntungkan kondisinya.

#### Implikasi Penelitian Mendatang

Penelitian ini masih kurang sempurna. Harapan untuk penelitian mendatang, manajemen perusahaan perlu memperhatikan likuiditas dan profitabilitas dengan memanfaatkan ekuitas yang dimiliki perusahaan secara optimal untuk mendapatkan laba dan likuiditas perusahaan, karena semakin besar perusahaan memperoleh laba dan semakin *liquid* kondisi perusahaan maka *DPR* akan meningkat.

Manajemen perusahaan perlu meningkatkan ukuran perusahaan (*firm size*) karena *firm size* mengindikasikan kekuatan perusahaan dalam mengakses pasar. Semakin menguasai pasar akan meningkatkan profit perusahaan yang pada akhirnya meningkatkan pembagian dividen. Manajemen perusahaan perlu mengendalikan *NDTS* yang mengindikasikan tingkat investasi dan hutang, sehingga laba yang ada selain dapat digunakan untuk pendanaan juga mencukupi untuk pembagian dividen bagi para pemegang sahamnya. Terakhir manajemen perusahaan juga perlu memperhatikan kebijakan hutang (*DER*) karena jika hutang rendah maka tersedia proporsi yang lebih besar dari laba untuk pembagian dividen.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Abor, Joshua and A.Bokpin, Godfred., 2010, "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy", *Studies in Economics and Finance* Vol. 27 No. 3, 2010 pp. 180-194.
- Al-Kuwari, Duha., 2009, "Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries", *Global Economy & Finance Journal* Vol. 2 No. 2 September 2009. Pp. 38-63.
- Amidu, M and Abor, J., 2006. "Determinant of Dividend Payout Ratios in Ghana". *The Journal of Risk Finance* Vol.7 No.2. p.136-145
- Anil, K and Kapoor, S., 2008. "Determinant of Dividend Payout Ratio-A Study of Indian Information Technology Sector". *International Research Journal of Finance and Economics*. p.63-71
- Bhattacharyya, N, Mawani, A, Morrill, C., 2006. "Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence". [www.google.com](http://www.google.com)
- Brigham, Eugene F., 1983. "Fundamental of Financial Management". Third Edition. Holt-Saunders Japan: The Dryden Press.
- Brigham, F.E dan Gapenski, L.C, 1996, "Intermediate Financial Management". Fifth edition-International edition. The Dryden Press
- Chang, M, & Rhee, K.R., 1990. "Testing Trade Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt". *The Center for Research in Security Prices Working Paper* . p.1-38
- Deitiana, Tita., 2009, "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol.11 No.1 April 2009 Hlm.57-64.
- Farinha, J., 2002. "Dividend Policy, Corporate Governance and The Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Research*.
- Ghozali, Imam., 2011. "Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS 19". Edisi Kelima Semarang: BP Undip
- Gill, A and Biger, N and Tibrewala, R., 2010.

- "Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States". *The Open Business Journal*, 2010, 3, 8-14
- Gujarati, D. 1995. "Ekonometrika Dasar". Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Griffin, C.H., 2011. "Liquidity and Dividend Policy: International Evidence". *International Business Research* Vol. 3, No. 3; July 2010
- Hatta, Atika J., 2002. "Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investasi Pengaruh Teori Stakeholder". *JAAI* Vol.6 No.2 Desember 2002.
- Ikatan Akuntan Indonesia 2004. "Standar Akuntansi Keuangan". Penerbit Salemba Empat.
- Jensen, M.R and Zorn, D., 1992. "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policy". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol 27 No.2. p. 247-263.
- Jogiyanto., 1998. "Teori Portofolio dan Analisis Investasi". BPFU UGM: Yogyakarta.
- Marfo-Yiadom, E and Agyei, S.K., 2011, "Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana". *International Research Journal of Finance and Economics* ISSN 1450-2887 Issue 61
- Nasif, Faris, Al-Shubiri, 2011, "Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from the Amman Stock Exchange", *Far East Journal of Psychology and Business* Vol 4 No 2 August 2011.
- Prihantoro, 2003, "Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* No.1 Jilid 8. p.7-14.
- Puspita, Fira., 2009, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio", Tesis yang Tidak Dipublikasikan.
- Risaptoko, R.B.A., 2007, "Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt to total asset, Asset Growth, Firm size, dan Return on Asset terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Komparatif pada Perusahaan yang Listed di BEJ yang Sahamnya Ikut Dimiliki Manajemen dan Yang Sahamnya Tidak Dimiliki Manajemen Periode Tahun 2002-2005)". Tesis yang Tidak Dipublikasikan.
- Rosdini, Dini., 2009, "Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio", Working Paper In Accounting and Finance, September 2009.
- Satwiko, A.G, Nachrowi, N.D, dan Manurung, A.H., 2005. "Kebijakan Dividen Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Jakarta (BEJ): Besaran, Strategi, dan Stabilitas Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol.8 No.1 Januari. p.13-33
- Saxena, A.K., 1999. "Determinant of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms". *The Journal of Finance*. Siregar, B (2005). "Hubungan antara Dividen, Leverage Keuangan, dan Investasi". *Jurnal Akuntansi & Manajemen* Vol.XVI No.3 Desember. p.219-230
- Sudarsi, Sri., 2002. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed Di Bursa Efek Jakarta (BEJ)". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol.9, No.1, Maret. Hal. 76-88.
- Sugiharto., 2007. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi pada Perusahaan yang Listed di BEJ Periode Tahun 2002-2004)". Tesis yang Tidak Dipublikasikan.
- Suharli, M., 2007. "Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2004)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol.9 No.1 Mei. p. 9-17.
- Sunarto., 2004. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return On Asset Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio". Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro. ([www.google.com](http://www.google.com))
- Sunarto dan Kartika, A., 2003. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Maret 2003.
- Usman, B., 2006. "Variabel Penentu Keputusan Pembagian Dividen pada Perusahaan yang Go Publik di Indonesia Periode 2000-2002 (Tinjauan terhadap Signaling Theory)".

Media Riset Bisnis & Manajemen Vol.6  
No.1 April. p.23-46.

Wahyudi, Eko dan Baidori., 2008. “Pengaruh  
*Insider Ownership, Collteralizable Assets,*  
*Growth In Net Assets, dan Likuiditas*  
*terhadap Kebijakan Dividen”* Jurnal  
Aplikasi Manajemen Volume 6 Nomor  
3 Desember 2008.

----- (<http://www.google.co.id>)

----- (<http://www.idx.co.id>)

----- 2010. *Indonesian Capital Market*  
*Directory*

Lampiran:

**Tabel 1.**  
**Hasil Uji Multikolinearitas**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	ROE	.502	1.991
	FCF	.304	3.287
	DER	.470	2.126
	CTR	.876	1.142
	NDTS	.906	1.104
	INSDR_%	.896	1.116
	FSIZE_AS	.643	1.555

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Yang Diolah

**Tabel 2.**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	Durbin-Watson
1	2.024 <sup>a</sup>

a. Predictors: (Constant), FSIZE\_AS, NDTS, ROE, DER, INSDR\_%, CTR, FCF

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	Durbin-Watson
1	2.024 <sup>a</sup>

a. Predictors: (Constant), FSIZE\_AS, NDTS, ROE, DER, INSDR\_%, CTR, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Yang Diolah

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.281	.093		3.022	.004
ROE	-.013	.114	-.021	-.116	.908
FCF	.035	.094	.088	.373	.711
DER	-.008	.009	-.183	-.971	.337
CTR	-.110	.086	-.177	-1.276	.208
NDTS	.133	.341	.053	.391	.698

INSDR_%	-.040	.044	-.124	-.907	.369
FSIZE_AS	-.011	.006	-.286	-1.769	.083

a. Dependent Variable: ABS\_Res3

Sumber: Data Yang Diolah

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Koefisien Determinasi**

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.770 <sup>a</sup>	.593	.533	.10366

a. Predictors: (Constant), FSIZE\_AS, NDTS, ROE, DER, INSDR\_%, CTR, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Yang Diolah

**Tabel 5.**  
**Hasil Uji F (Goodness of Fit)**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.751	7	.107	9.984	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.516	48	.011		
	Total	1.267	55			

a. Predictors: (Constant), FSIZE\_AS, NDTS, ROE, DER, INSDR\_%, CTR, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Yang Diolah

**Tabel 6.**  
**Hasil Analisis Regresi**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-.261	.180		-1.451	.153
ROE	.572	.220	.337	2.595	.013 *
FCF	.432	.182	.396	2.370	.022 *
DER	-.034	.016	-.275	-2.047	.046 *
CTR	.198	.167	.117	1.184	.242
NDTS	-2.277	.660	-.334	-3.451	.001 **
INSDR_%	-.019	.086	-.022	-.224	.824
FSIZE_AS	.036	.012	.341	2.971	.005 **

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Yang Diolah

\* Signifikan pada level kurang dari 5%; \*\* Signifikan pada level kurang dari 1%