

**PENGARUH BIAYA AGENSI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
(STUDI KASUS PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR PADA BURSA
EFEK INDONESIA TAHUN 2011—2015)**

SITI RAHAYU
STIE Swasta Mandiri Surakarta
siyurahayu@gmail.com

Amru Sukmajati
STIE Swasta Mandiri Surakarta
amru.sukmajati@gmail.com

Yuni Pristiwati NW
STIE Swasta Mandiri Surakarta
yuni_pristi@yahoo.com

Abstrak

Tujuan utama penelitian ini yakni menganalisis pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur. Sampel dalam penelitian ini adalah 29 perusahaan manufaktur di Indonesia, periode 2011-2015. Penelitian ini terdiri dari variabel biaya agensi yakni kepemilikan dispersi, kepemilikan institusi, *free cash flow*, *leverage* dan profitabilitas sebagai variabel dependen dan kebijakan dividen sebagai variabel independen. Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh variabel biaya agensi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan dispersi dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, variabel lain tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen dan variabel profitabilitas memiliki pengaruh yang paling dominan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pemegang saham dan manajemen harus bisa membuat keputusan yang seimbang mengenai kebijakan dividen berkaitan dengan kinerja perusahaan. Pada penelitian selanjutnya, diharapkan dapat membahas lebih komprehensif dan data *free cash*

flow lebih tinggi jumlahnya, adanya variasi kepemilikan atau perusahaan manufaktur yang lebih kompleks.

Kata Kunci: *kebijakan dividen, laporan keuangan tahunan, biaya agensi, perusahaan manufaktur.*

Pendahuluan

Menghadapi era pasar global MEA (Masyarakat Ekonomi ASEAN) 2016 telah menjadi dilema bagi kalangan publik dan pemerintah. MEA bertujuan untuk meningkatkan upaya kemakmuran ekonomi secara merata diantara negara-negara ASEAN. Peningkatan kemampuan berintegrasi global tersebut dilakukan dengan tahapan integrasi pasar domestik sebagai pasar tunggal dan integrasi berbasis produksi sehingga dapat meningkatkan daya saing di tengah pasar global yang semakin kondusif (Nagel, 2013:4)

Adanya persaingan yang kompetitif dalam kawasan pasar global menyebabkan pihak manajemen meningkatkan daya saing perusahaan dengan memaksimalkan kinerja perusahaan dimana kinerja tersebut tercantum dalam laporan keuangan perusahaan. Kinerja keuangan merupakan sebuah *tools* untuk menilai tingkat keberhasilan manajemen dalam mengelola sumber daya perusahaan secara maksimal guna mensejahterakan pemegang saham (Elizabeth, 2000)

Kinerja yang baik salah satunya dapat dilihat melalui indikator profitabilitas perusahaan dengan pendapatan laba yang stabil. Semakin meningkat profitabilitas perusahaan maka kelangsungan usaha suatu perusahaan juga dapat lebih terjamin (Hermuningsih, 2013). Pendapatan perusahaan dapat diinvestasikan dalam bentuk *operating assets*, pembelian surat berharga (*securities*), pembayaran hutang maupun membagikan dividen kepada *shareholder* (Gill et al, 2010).

Dividen berperan sebagai informasi yang menunjukkan kinerja sebuah perusahaan. Dividen tersebut dapat diberikan kepada *shareholder* berdasarkan dividen *policy* yang telah disepakati antara *manager* dan *shareholder* (Gugler dan Yurtoglu, 2002). Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan tentang pembagian laba bersih kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan (Djumahir, 2009). Profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menyebabkan manajer melakukan kebijakan dengan membagikan dividen dalam jumlah kecil untuk meningkatkan struktur modal

dengan bertambahnya laba ditahan, apabila profitabilitas perusahaan rendah maka manajer akan membagikan dividen agar atau pemegang saham tetap menanamkan modalnya pada perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga dapat memaksimumkan nilai harga saham (Rosdini,2009).

Berdasarkan latar belakang diatas penulis mencoba mengusung penelitian mengenai konflik keagenan berkaitan kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI) di Indonesia. Adapun judul yang diangkat penulis dalam penelitian ini adalah “Pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan dividen (Studi kasus perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)”.

Tinjauan Pustaka

Teori Agensi

Asimetri informasi merupakan keadaan dimana terdapat informasi yang tidak sama atau seimbang,

misalkan antara manajer dengan pemegang saham yang dapat menyebabkan timbulnya konflik keagenan berupa perbedaan *interest* (Chi dan Wang, 2008). Solusi yang disarankan oleh Jensen dan Meckling (1976) yakni, kegiatan monitoring yang dilakukan oleh *outside* direktur maupun auditor dan kompensasi dimana salah satunya dapat berupa pemberian saham perusahaan terhadap manajer. Informasi yang dipengaruhi oleh pihak manajemen dapat bermakna bias dimana dapat menimbulkan adanya *interest mispersepsi* atas informasi tersebut (Yu, 2007:22-23)

Efek yang ditimbulkan ooleh konflik agensi tersebut berupa timbulnya biaya agensi. Biaya keagenan merupakan biaya yang dikeluarkan pemegang saham maupun manajer agar kinerja perusahaan maksimal dan dapat mensejahterakan kepentingan pemegang saham. Biaya agensi dapat berupa biaya kegiatan *monitoring*, biaya pengikat dan *residual loss* (Jensen dan Meckling,1976 dan Dewi,2011).

Teori Daya Saing

Daya saing adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memasuki pasar yang lebih luas dan kemampuan bertahan di dalam suatu pasar. Strategi bersaing diperlukan perusahaan untuk menciptakan daya saing untuk memaksimalkan nilai kemampuan perusahaan yang dapat membedakan dari para pesaing. Thompson et al (2010) memaparkan kondisi dalam sektor industri yang didefinisikan sebagai *five-forces model of competition* yang telah dipaparkan Michel Porter yakni :

1. Ancaman dari produk lain (*Substitutes*)
2. Ancaman dari pendatang baru (*New Entrants*)
3. Persaingan dalam satu industri (*Competitors*)
4. Kekuatan tawar-menawar pembeli (*Bargaining Power of Buyers*)
5. Kekuatan Tawar-Menawar *Supplier*

Teori Kebijakan Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan kepada pemegang saham setelah mendapat

persetujuan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan mengenai laba yang diperoleh perusahaan dan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan dan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba ditahan untuk mengembangkan perusahaan (Brigham, 2006). Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan sedangkan dividen merupakan aliran kas keluar yang dibayarkan kepada pemegang saham (Setiawati, 2014).

Teori Clientele

Pemegang saham dalam perusahaan terdiri dari berbagai macam pendapatan dan karakteristik sehingga mempunyai preferensi dan kepemilikan sahamnya. *Shareholder* berpendapatan rendah menginginkan dividen yang tinggi sedangkan kelompok berpendapatan tinggi menginginkan dividen yang rendah dan *capital gain* yang tinggi. Perbedaan keinginan tersebut menimbulkan efek yang disebut *clientele* dimana manajemen harus mempertimbangkan keputusan dividen

yang akan diterapkan pada perusahaan (Hikmah, 2010:94).

Dispersion of Ownership

Berdasarkan pola kepemilikan perusahaan, Supriyanto (2005) dan Annisa (2013) mengklasifikasikan struktur kepemilikan saham menjadi dua yaitu kepemilikan terkonsentrasi (*concentred*) dan kepemilikan menyebar (*dispersion*).

Institutional of Ownership

Struktur kepemilikan perusahaan berupa komposisinya, siapa pemegang sahamnya dan siapa yang melakukan pengawasan terhadap kegiatan operasional perusahaan. Menurut Nuraeni dan Chariri (2010) pemegang saham sebagai pemilik modal dapat dibedakan menjadi empat yakni kepemilikan manajerial, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional dan kepemilikan asing.

Free Cash Flow

Laporan arus kas (*free cash flow*) merupakan laporan yang menunjukkan kegiatan operasional pemasukan dan pengeluaran perusahaan berbasis kas (Keiso et al,

2011). Kondisi perusahaan dengan *free cash flow* positif dapat menunjukkan kinerja yang baik sehingga manajer lebih memilih kebijakan investasi untuk perkembangan perusahaan namun apabila pertumbuhan perusahaan rendah maka manajer memilih membagikan dividen dimana manajer berpendapat tidak menemukan investasi yang optimal selain pembayaran dividen kepada pemegang saham (dewi, 2011).

Leverage

Struktur modal dapat dipengaruhi konflik antara manajer dan pemegang saham. Keputusan dalam aktivitas pembiayaan dapat bersumber dari modal perusahaan dan hutang (Aivazian et al, 2011). Manajemen perusahaan berusaha untuk mendapatkan tambahan modal untuk kegiatan operasional. Selain hutang, modal perusahaan dapat diperoleh melalui laba ditahan atau menerbitkan saham baru. Namun meningkatnya laba ditahan dapat mengurangi pembayaran dividen (Imran, 2011:48). Perusahaan dengan pertumbuhan yang baik biasanya memiliki tingkat *leverage*

(kebijakan hutang) yang rendah (Huang, 2006).

Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas merupakan gambaran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba menggunakan seluruh modal yang dimiliki. Profitabilitas dianggap penting dalam mempertahankan keberlangsungan usaha dan menunjukkan prospek yang baik dalam jangka panjang. Pada setiap periode, perusahaan berusaha meningkatkan profitabilitas sebagai standar penilaian kinerja perusahaan. Semakin meningkatnya profitabilitas perusahaan sehingga kelangsungan usaha suatu perusahaan dapat terjamin (hermuningsih, 2013)

Penelitian Terdahulu

Made Pratiwi Dewi (2011) Pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap *free cash flow* dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang go-public di Bursa Efek Indonesia menghasilkan adanya hubungan negatif struktur modal (debt) dan struktur kepemilikan (*insider ownership*) dimana *free cash*

flow berkorelasi positif terhadap kebijakan dividen.

Zhihua Wei, Shinong Wei, dkk (2011) Family control, institutional environment and cash dividend policy: evidence from china menghasilkan kas dividen yang tinggi merupakan *outcome model* dalam lingkungan kebijakn dividen yang institusional.

Kevin C.K. Lam, Heibatollah Sami dan Haiyan Zhou (2012) The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market menghasilkan perbedaan kepemilikan saham berdampak terhadap kebijakan dividen.

Djumahir (2009) Pengaruh biaya agensi, tahap daur hidup perusahaan dan regulasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di BEI menghasilkan terdapat pengaruh simultan biaya agensi, tahap daur hidup perusahaan dan regulasi terhadap kebijakan dividen.

Sharon L, Kania dan Frank W.Bacon (2005) What factors motivate the corporate dividend decision? Menghasilkan laba ditahan yang tinggi dapat digunakan untuk berinvestasi

sehingga *payout* dividen menjadi rendah. Kemudian perusahaan bersedia meningkatkan pembayaran dividen dengan meningkatnya hutang.

Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan landasan teori yang diajukan maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

H1: Variabel *Dispersion of ownership* diduga berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H2: Variabel *Institutional ownership* diduga berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

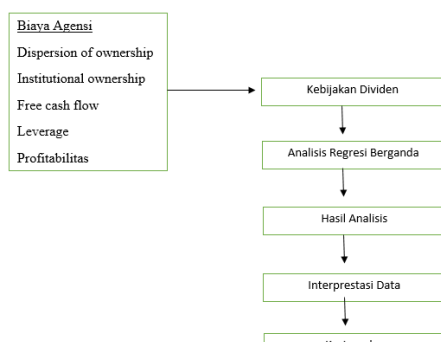
H3: Variabel *free cash flow* diduga berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H4: Variabel *leverage* diduga berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H5: Variabel profitabilitas diduga berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H6: Variabel profitabilitas diduga berpengaruh paling dominan terhadap kebijakan dividen.

Kerangka Berpikir



Metode Penelitian

Data penelitian ini menggunakan data sekunder yang diambil dari perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Pengambilan data dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan kriteria :

1. Perusahaan-perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan dan masuk minimal enam kali di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Perusahaan menyampaikan laporan keuangan secara berturut-turut selama tahun 2011-2015.
3. Perusahaan mengumumkan dan mengeluarkan dividen secara berturut-turut selama 2011-2015.
4. Perusahaan-perusahaan selain jasa yang masuk di Bursa Efek Indonesia (BEI).
5. Perusahaan yang memiliki penghasilan berupa laba (net).

Berdasarkan kriteria penelitian terdapat 29 perusahaan yang termasuk

kedalam data penelitian dengan kode yakni: ACES, ADHI, ADRO, AMFG, ASII, CPIN, FISH, GGRM, GJTL, INCO, INDF, INTP, ITMG, JPFA, KLBF, LPKR, LSIP, MERK, PGAS, PTBA, ROTI, SMCB, SMGR, TBLA, TINS, TKIM, TOTO, UNVR, WIKA.

LEV_{it} = *Lverage* perusahaan I pada tahun t (hutang jangka pendek dan *long term-debt/total asset*)

$PROF_{it}$ = profitabilitas perusahaan I pada tahun t (laba sebelum pajak/total asset)

E = Residual perusahaan I pada tahun t

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda data panel menggunakan software SPSS 20. Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 * DO_{it} + \beta_2 * INST_{it} + \beta_3 * FCF_{it} + \beta_4 * LEV_{it} + \beta_5 * PROF_{it} + \epsilon$$

Keterangan :

DPR_{it} = *Dividend payout ratio* (DPS/EPS X 100%) perusahaan I tahun t

α = Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien Regresi

DO_{it} = jumlah kelompok pemegang saham perusahaan I pada taun t

$INST_{it}$ = *Institutional ownership* perusahaan I pada tahun t (jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi/jumlah seluruh saham yang beredar x 100%)

FCF_{it} = *free cash flow* perusahaan I pada tahun t (*Log free cash flow*)

Definisi Opersional Variabel

Variabel Dependen

Proksi kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *dividend payout* rasio dengan membandingkan *dividen per share* dengan *earning per share* yang dinotasikan dengan DPR untuk memudahkan identifikasi

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Variabel Independen

Dispersion of ownership

DO = jumlah kelompok pemegang saham

Institutional ownership

$$INST = \frac{\text{Jumlah Saham Investor Institusi}}{\text{Jumlah Seluruh Saham Yang Beredar}} \times 100 \%$$

Leverage

$$LEV = \frac{\text{Short Term Debt} + \text{Long Term Debt}}{\text{Total Asset}}$$

Profitabilitas

$$\text{PROF} = \frac{\text{Laba Sebelum Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Analisa Dan Pembahasan

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif kebijakan dividen pada 29 perusahaan manufaktur di Indonesia menunjukkan rata-rata sebesar 0.4551 dengan nilai minimal sebesar -0,17 dan nilai maksimal sebesar 4.45.

Table 1 Uji Statistik Deskriptif

	Descriptive Statistics				
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	140	-.17	4.54	.4551	.47053
DO	140	2.00	7.00	3.6571	1.47776
INST	140	.04	.77	.3608	.14931
LEV	140	.13	1.71	.4384	.23551
PROF	140	.00	1.25	.1705	.16042
LOG_FCF	129	10.81	13.42	12.1983	.60197
Valid N (listwise)	129				

Uji Signifikan

Dalam penelitian ini, model regresi linear berganda (multiple regression) digunakan untuk mengetahui pengaruh antara kebijakan dividen dengan variabel-variabel biaya agensi. Analisis regresi digunakan untuk mengukur pengaruh antara dua variabel atau lebih serta mengetahui arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel

independen (Ghozali, 2011). Tabel 4.3 menunjukkan hasil analisis data regresi berganda menggunakan program spss jika dilihat dari koefisien determinasi (adjusted R^2) yang diperoleh.

Bedasarkan tabel *model summary* SPSS tabel 2, diketahui besar *adjusted R^2* adalah 0.159 yang berarti bahwa 15,9% variasi variabel-variabel biaya agensi dapat menerangkan variasi variabel kebijakan dividen. Sedangkan sisanya 84.1% dijelaskan oleh variabel lain diluar model atau variabel residualnya. Variabel independen yang dipilih sudah dapat menjelaskan variasi variabel kebijakan dividen pada sampel ini dan jika uji f menunjukkan nilai yang signifikan, maka uji koefisien korelasi (adjusted R^2) juga demikian. Hal ini disebabkan uji f dan uji koefisien korelasi (adjusted R^2) bersifat sejalan atau saling menggantikan disebabkan tidak adanya uji R^2 , maka keberatan R^2 diterima jika nilai F diatas 4 (Setiaji, 2012).

Tabel 2 Koefisien Determinasi (adjusted R^2) Kebijakan Dividen

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.438 ^a	.192	.159	.44615

a. Predictors: (Constant), LOG_FCF, LEV, INST, DO, PROF

b. Dependent Variable: DPR

Tabel 3 Statistik Uji F

ANOVA ^a					
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F
1	Regression	5.802	5	1.160	5.830
	Residual	24.483	123	.199	
	Total	30.286	128		

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), LOG_FCF, DO, PROF, INST, LEV

Hasil uji F diperoleh sebesar F hitung $5.830 > 4$, maka model regresi dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan dividen atau dapat dikatakan seluruh variabel biaya agensi dalam model secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dibanding dengan pengaruh variabel diluar model atau error terhadap kebijakan dividen. Keputusan untuk menerima menolak sebuah model dengan baik atau sudah tepat harus dilihat besarnya nilai F dan R^2 . Uji F dan uji R^2 bersifat sejalan/saling menggantikan dimana uji tersebut masing-masing terdiri dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh varias variabel penjelasan (Setiaji, 2012).

Tabel 4 Statistik Uji T

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	T	
1	(Constant)	2.477	.840	2.948	.004
	DO	.042	.028	.129	.134
	INST	-.562	.272	-.176	.2069
	LEV	-.421	.175	-.205	.2405
	PROF	.929	.260	.313	.3567
	LOG_FCF	-.160	.068	-.197	.2351

a. Dependent Variable: DPR

Uji T bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen yang terdiri dari *dispersion of ownership*, *institutional ownership*, *free cash flow*, *leverage*, dan profitabilitas dalam menerangkan variasi variabel kebijakan dividen (Ghozali, 2011). Dari 5 variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi, ada 4 variabel

yang signifikan positif atau negatif terhadap kebijakan dividen yaitu *institutional ownership*, *free cash flow*, *leverage*, dan profitabilitas dengan nilai $T > 2$, dimana nilai signifikan masing-masing sebesar 0.041, 0.018, 0.0001, dan 0.020 jauh dibawah 0.05. Konstanta sebesar 2.477 menyatakan bahwa jika variabel independen dianggap konstan, maka rata-rata kebijakan dividen sebesar 2%.

Model 1 kebijakan dividen (sebelum data menggunakan semi-log)

$$DPR = 2,48 + 0,04DO - 0,56INST - 0,42LEV + 0,93PROF - 0,16FCF$$

Variabel yang dimasukkan ke dalam model, hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilita berkolerasi positif sedangkan *institutional of ownership*, *leverage* dan *free cash flow* (FCF) berkolerasi negatif.. hasil tersebut konsisten dengan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Kuwari (2009). Perbedaan hasil penelitian ini bisa jadi karena oerbedaan sampel yang digunakan , dimana penelitian Kuwari (2009) menggunakan perusahaan di Negara-negara GCG (Bahrain, Qatar, Oman , Saudi Arabia dan Kuwait), sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan di Indonesia.

Tabel 5 Biaya Agensi terhadap kebijakan dividen (data semi-log)

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.
	B	Std. Error	Beta	t	
1	(Constant)	.764	1.323	.577	.565
	DO	.108	.044	.189	2.454
	INST	.463	.426	.083	1.085
	LEV	-1.338	.277	-.372	4.836
	PROF	2.819	.410	.543	6.867
	LOG_FCF	-.191	.107	-.136	1.793

a. Dependent Variable: Ln_DPR

Model 2 kebijakan dividen (sebelum data menggunakan semi-log)

$$\text{DPR} = 0,76 + 0,12\text{DO} + 0,46\text{NST} - 1,34\text{LEV} + 2,82\text{PROF} - 0,19\text{FCF}$$

Dalam model regresi diatas, dihasilkan konstanta sebesar 0.764 yang artinya jika variabel independen dianggap konstan maka rata-rata kebijakan dividen sebesar 76.4%. Jika dilihat dari tingkat signifikansi, *dispersion ownership* juga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, dimana *institutional ownership* juga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (lihat tabel). Hasil ini berbeda dengan model pertama yang tidak memasukkan variabel dependen dalam bentuk logaritma natural (Ln).

Berdasarkan analisis diatas, dapat disimpulkan bahwa dari seluruh variabel yang dimasukkan kedalam model, ada 3 (tiga) variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Pertama, kepemilikan tersebut dengan tingkat signifikan sebesar 0.016 dan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (model2). Kedua, Profitabilitas dengan tingkat signifikan sebesar 0,000

dan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. `

Adapun *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan taraf signifikan sebesar 5% (model 2) dengan nilai 0.000. Selain itu, 2 variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia.

Penutup

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian empiris yang telah dijelaskan dan pembahasan, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa :

1. Variabel *dispersion of ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis diterima.
2. Variabel *institutional ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis ditolak.
3. Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis ditolak.
4. Variabel *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis diterima.
5. Variabel profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis diterima.

6. Variabel profitabilitas berpengaruh paling dominan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis diterima.

Keterbatasan

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah :

1. Jangka waktu penelitian hanya selama 5 tahun sehingga kurang bisa di-generalisasi hasilnya.
2. Sampel penelitian kurang dari 29 perusahaan, sedangkan penelitian terdahulu lebih dari 100 perusahaan sehingga ada hasil yang berbeda dengan penelitian terdahulu yaitu pengaruh *free cash flow* dan *institutional ownership* terhadap kebijakan dividen.

Saran

Saran-saran yang dapat penulis sampaikan terkait dengan penelitian ini adalah :

1. Memperluas sampel penelitian pada penelitian selanjutnya dengan menambah sampel perusahaan,
2. Menambah jangka waktu penelitian sehingga diharapkan banyak variabel biaya agensi yang berpengaruh signifikan terhadap pada penelitian selanjutnya.
3. Menambah variabel penelitian yang mempengaruhi kebijakan dividen, sehingga dapat diketahui faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen di perusahaan manufaktur.
4. Penelitian ini dapat dijadikan sebagai literatur bagi masyarakat dalam meningkatkan transparansi dan akuntabilitasnya melalui pelaporan dan pengaruh biaya agensi terhadap kebijakan dividen perusahaan dilihat dari aspek kebijakan dividen.

Daftar Pustaka

- Adaoglu, Cahit. 2000. *Emerging Market Review : Instability In The Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market*. No. 1, pp. 252-270.
- Agrawal, A. and N. Jayaraman. 1994. *Managerial and Economics: The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct Test of the Free Cash Flow Theory*, 5. Pp. 139-148.

- Agrawal, Anup and Charles R. Knoeber. 1996. *Journal of Financial and Quantitative Analysis: Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*. Vol.3 1, No. 3.

- Aivazian, Varouji A., Jiaping Qiu, Mohammad M. Rahaman. 2015. Bank Loan Contracting and Corporate Diversification: Does Organizational Structure Matter to Lenders?. *Journal of Financial*

- Intermediation*. Vol. 24, issue 2. pp 251-282.
- Al-Malkawi, Husam Aldin Nizar. 2008. *International Journal of Business: Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data*. ISSN: 1083-4346, 13(2).
- Al-Twaijry, Abdulrahman Ali. 2007. Dividend Policy and Payout Ratio: Evidence from The Kuala Lumpur Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*. Vol. 8, No. 4. pp. 349-363.
- Alwathainani, Abdulaziz M. 2009. *The British Accounting Review: Consistency of Firms Past Financial Performance Measures and Future Returns*. 41, pp.184-196.
- Ambec, Stefan, Mark A. Cohen, Stewart Elgie, and Paul Lanoie. 2011. Discussion paper: The Porter Hypothesis at 20: Can Environmental Regulation Enhance Innovation and Competitiveness?.
- Amedeo De Cesari. 2012. *The British Accounting Review: Expropriation of minority shareholders and payout policy*. pp. 207-220
- Amidu, Mohammed and Joshua Abor. 2006. *Journal of Risk Finance: Determinants of Dividend Payout ratios in Ghana*. Vol 7 No. 2, pp. 136-145
- Andersson, Tord, Colin Haslam, Edward Lee, George Katechos, dan Nick Tsitsianis. 2010. *Accounting Forum: Corporate Strategy Financialized: Conjuncture, Arbitrage and Earnings Capacity in the S&P500*. Vol. 34, pp.211-221.
- Annisa, Lutfi Sheilla. 2013. Analisis Corporate Governance terhadap *Under Price* pada Perusahaan Keuangan dan Non Keuangan (Studi pada Perusahaan yang Melakukan IPO Tahun 2004-2012).
- Baker, M.. and Wurgler, J. 2004. *Journal of Finance: A catering theory of dividends*. Vol. 59: 1125-1165.
- Brigham, Eugene F. & Houston. 2006. *Fundamentals of Financial Management*. Tenth Edition. Thomson Business India P. Ltd. ISBN 8135-0002-0.
- Cantemir, Dimitrie. 2012. Determinant agents Analysis of Dividend Policies Practiced by Companies Listed in Great Britain and France.
- Chen, Shenglan, Kun Wang, dan Xiaoxue Li. 2012. *China Journal of Accounting Research: Product Market Competition, Ultimate Controlling Structure and Related Party Transactions*. Vol 5, pp. 293-306.

- Chi. Wuchun and Chenchin Wang. 2008. *The International Journal of Accounting: Accounting Conservatism in a setting of Information Asymmetry between Majority and Minority Shareholders*. 45, pp. 465-489
- Chia, Siow Yue. 2013. *The ASEAN Economic Community: Progress, Challenges, and Prospects*. ADBI Working Paper Series.
- Crutchly, C., and R. Hansen. 1999. *Journal Financial Management: A test of theory of managerial ownership, corporate leverage and of the agency corporate dividends*. Vol 18, pp 36-76.
- Dabrowska, Justyna Franc. 2009. *Managing Global Transition Journal: Does Dividend Policy Follow the Capital Structure Theory?*. Vol. 7, No. 4, pp.36-382.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, René M. Stulz. 2004. *Dividend Policy, Agency Costs, and Earned Equity*. Financial Economics Working Paper.
- Deeptee, Purmessur Rajshree dan Boodhoo Roshan. 2009. *International Interdisciplinary Journal: Signalling Power of Dividend on Firms' Future Profits a Literature Review*. Nottingham University Business School.
- Deitiana, Tita. 2009. *Faktor - Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas* *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 1, hal 57-64.
- Dewi, Made Pratiwi. 2011. *Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Indonesia*. Tesis Universitas Udayana Bali.
- Djumahir. 2009. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan: Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Vol.11, No. (2), pp.144-153.
- Easterbrook, F. 1984. *American Economic Review: Two Agency Cost Explanations of Dividends*. Vol. 74, pp. 650-659.
- Elizabeth. 2000. *Hubungan Laba Akuntansi dan Arus Kas terhadap Kinerja Perusahaan*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.6. No. 2: 76-85.
- Francis, Rick N. 2011. *Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting: Out of Sample Cash Flow Prediction and Cash Distributions to Shareholders*. Vol. 27, pp. 1-9.

- Ghozali, I. 2011. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Gill, Amarjit, Nahum Biger, and Rajendra Tibrewala. 2010. *The Open Business Journal: Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States*. Vol. 3, pp 8-14.
- Godirey, Jayne, Hodgson, Alln, Tarca, Ann Hamilton, Jane dan Scott Holmes. 2010. *Accounting Theory* (7th edition). Australia: John Wiley & Sons.
- Gugler, Klaus, dan B. Burcin Yurtoglu. 2002. *European Economic Review: Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*. Vol. 47, Pp. 731-758.
- Gwilyn, Owain Ap, James Seaton, and Stephen Thomas. 2004. *Working Paper: Dividends aren't disappearing: Evidence from the UK*. ISSN: 1356-3548.
- H. Kent Baker and Gary H. Powell. 1999. *Managerial Finance: Dividend Policy issues in regulated and unregulated firms: a managerial perspective*. Vol 25 issue 6, pp.1-20.
- Habib, Y.; Kiani, Z. I. Dan Khan M. A. 2012. *Dividend Policy and Share Price Volatility: Evidence From Pakistan*. *Global Journal of Management and Business Research*. Vol. 12, No. 5, pp. 249-256.
- Han, K., S. Lee, and D. Suk. 1999. *Journal of Financial and Strategic Decisions: Institutional Shareholders and Dividends*, 12. pp.53-62.
- Haye, Eric. 2014. *International Journal of Economics and Finance: Dividend Policy and Agency Effects: A look at Financial Firms*. Vol. 6, No. 2.
- Hermuningsih, Sri. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Growth Opportunity, Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Hikmah. Khoirul. 2010. *Jurnal Manajemen: Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi kebijakan Dividen: Pendekatan Teori Stakeholder*. Vol. 4 No. 2, pp. 91-105.

- Huang, G. 2006. The determinants of capital structure: Evidence from China. *Economic Review*, 17(1), 14-36.
- Imran, Kashif. 2011. The Romanian Economic Journal: Determinants of Dividend Payout Policy: A case of Pakistan Engineering Sector.
- Indahningrum, R. P., & Handayani, R. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 11(3), 189-207.
- Jensen, M. C. 1986. American Economic Review: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, Vol. 76, pp. 323-339.
- Jensen, M., D. Solberg, and T. Zorn. 1992. Journal of Financial and Quantitative Analysis: Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, 27. pp. 247-261.
- Jiang, Haiyan, Ahsan Habib, dan Baiding Hu. 2011. British Accounting Review: Ownership Concentration, Voluntary Disclosure, and Information Asymmetry in New Zealand. Vol. 43, pp. 39-53.
- Kania, S. L., & Bacon, F. W. 2005. What factors motivate the corporate dividend decision? *ASBBS E-Journal*, 1(1). 97-107.
- Kevin C.K. Lam, Heibatollah Sami, and Haiyan Zhou. 2012. China Journal of Accounting Research: The role of cross listing, foreign ownership, and state ownership in dividend policy in an emerging market. Vol. 5, pp. 199- 216.
- Kieso, D.E., Jerry J. Weygandt, and Paul D. Kimmel. 2011. Intermediate Accounting Volume 1 IFRS Edition. US: John Wiley and Sons.
- Kuwari, Duha Al. 2009. Global Economy and Finance Journal: Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. Vol. 2 No. 2, pp. 38-63.

- Leventis, Stergios, Pauline Weetman, and Constantinos Caramis. 2011. *BritishAccounting Review: Agency Cost and Product Market Competition: The Case of Audit Pricing in Greece*. Vol. 43, pp. 112-119.
- Lewis. Mervyn K. 2010. *Accounting Forum: Did Berle and Means get it WrOUERellections on Thorstein Veblen. Paul Samuel son, and Corporate Stratee Financialized*, 34, pp. 222-227.
- Lin, Chiun Sin dan Chih Pin Huang. 2011. *African Journal of BusinessManagement: Measuring Competitive Advantage with an Asset-light Valuation Model*. Vol 5 (13). pp 5100-5108.
- Lorek, Kenneth S. dan G. Lee Willinger. 2010. *Advances in Accounting,Incorporating Advances in International Accounting: Time Series versusCross-Sectionaly derived Predictions of Future Cash*. Vol. 26, pp. 29-36.
- Manos, Ronny. 2002. *Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on IndianFirms*. Working Paper Series No. 41
- Miller, M. H., and Modigliani, F. 1961. *Journal of Business: Dividend policy,growth and the valuation of shares*, October, 411-433.
- Myers. S. C. 1977. *Journal of Financial Economics: Determinants of CorporateBorrowing*. Vol. 5, pp. 147-175.
- Nagel, P. Julius F. 2013. *Peluang Dan Tantangan Ukm Indonesia MenghadapiMasyarakat Ekonomi Asean 2015*. Sustainable Competitive Advantage(SCA) 3.1.
- Nuraeni, D., & Chariri, A. 2010. *Pengaruh Struktur Kepemilikan TerhadapKinerja Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia)*. Doctoral dissertasi, Perpustakaan FEUNDIP.
- Nuringsih, Kartika. 2005. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia: AnalisisPengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi: 1995-1996*. Vol. 2, No.2,

Pp. 103-123.

Pawestri, Hartini Prasetyaning. 2006. Implikasi Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.

Petersen, Michael J. 2011. Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting: Structural and Executional Drivers of Downstream Revenue. Vol. 27, pp. 54-61.

Putri, Imanda Firmantyas dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional. Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. Simposium Nasional Akuntansi IX, Padang.

Rosdini. D. 2009. Accounting and Finance Journal: Pengaruh free cash flow terhadap dividend policy, Oktober 2009, 1-9.

Santoso, H. D., & Prastiwi, A. 2012. Analisis Faktor-Faktor Yang

Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2009) (Doctoral dissertation, Fakultas Ekonomika dan Bisnis).

Sari Wahyuni dan Kwan Kee Ng. 2012. International Business Journal: Historical Outlook of Indonesian Competitiveness: Past and Current Performance, Vol. 22, issue 3, pp. 207-234.

Sari, D. 2004. Hubungan Antara Konservatisme Akuntansi Dengan Konflik Bondholders-Shareholders Seputar Kebijakan Dividen Dan Peringkat Obligasi. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, 1(2).

Saunders, Mark, Philip Lewis, and Adrian Thornhill. 2009. Research Methods for Business Student Fifth Edition. England: Pearson.

Sawicki, J. 2005. An Investigation into the Dividend of Firms in East Asia. Working Paper. Nanyang Technological University of Singapore.

- Setiaji, B. 2012. Panduan Riset dengan Pendekatan Kuantitatif. UMS.
- Setiawati, Prihandini Ayu. 2014. Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Deviden, Struktur Aset dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2012). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Shadeva, Ade Swadana. 2015. Pengaruh Biaya Agensi: Struktur kepemilikan, Dispersion of Ownership, dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2007-2011. Yogyakarta: Universitas Negeri Yogyakarta.
- Sularso, Andi. R. 2003. Jurnal Akuntansi Keuangan: Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham (Return) Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date Di Bursa Efek Jakarta (BEJ).
- Syafi'i, Imam. 2011. Media Mahardika: Managerial Ownership, Free Cash Flow dan Growth Opportunity terhadap Kebijakan Hutang. Vol. 10, No. 01.
- Thompson, A. et al. (2010). *Crafting and Executing Strategy: The quest for competitive advantage*, 17th Edition, New York, Mc Graw-Hill.
- Utami, Siti Rahmi and Eno L. Inanga. 2011. *Europe an Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences: Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*. ISSN 1450-2275 Issue 33.
- Utami, Siti Rahmi. 2012. *Determinants of Capital Structure of Firms in the Manufacturing Sector of Firms in Indonesia*. Doctoral Dissertation of Business Administration, Maastricht School of Management, The Netherland.
- Victor A. Puleo, Jr. Frank S. Smith and K. Michael Casey. 2009. *Managerial Finance: Insurance Company Dividend Policy Decisions*. Vol. 35, Issue 6, pp. 493-500.

- Wang, Xi, David Manry and Scott Wandler. 2011. Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting: The Impact of Government Ownership on Dividend Policy in China. Vol. 27, pp. 366-372.
- Wason, Sonia and Jeff P. Boone. 2010. Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting: Do Accruals Exacerbate Information Asymmetry in the market?, 26. pp. 66-78.
- Wei, Gang and Jason Zezhong Xiao. 2009. The British Accounting Review: Equity ownership segregation, shareholder preferences, and dividend policy in China, 41, pp. 169-183.
- Wei, Zhihua, Shinong Wu, Changqing Li, and Wei Chen. 2011. China Journal of Accounting Research: Family Control. Institutional Environment and Cash Dividend Policy: Evidence from China. Vol. 4, pp. 29-46.
- Werner, Murhadi. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham. Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, 10 (1), Pp-1.
- Wiranata, Yulius Ardy. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kinerja Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Salatiga: UKSW
- Yanming., Cao. 2008. Simultaneous Determination of Managerial Ownership, Financial Leverage & Firm Value. School of Accounting, Shanxi University of Finance & Economics.
- Yu, Wen. 2007. Managerial Opportunism & Earnings Surprise: An Investigation of Insider Trading and Perceived Market Valuation Divergence. Doctoral Dissertation of Doctor Accounting, Case Western Reserve University. Philosophy in Management, Department

