

STRUKTUR KEPEMILIKAN DAN KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Ida Setya Dwi Jayanti¹, Ayu Febriyanti Puspitasari²
Universitas Airlangga, Fakultas Vokasi, Departemen Bisnis
Jalan Srikana 65 Surabaya Telepon: (031) 5033869
e-mail: idasetyadj@vokasi.ac.id, ayufebriyanti@vokasi.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan perusahaan pada kebijakan dividen.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2008–2012. *Purposive sampling* digunakan untuk memilih sampel dan diperoleh 81 sampel perusahaan. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linear berganda.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan variabel kontrol *free cash flow* secara simultan berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen. Penelitian pengaruh secara parsial dengan tingkat signifikansi 5% menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen, dan variabel kontrol *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen.

Kata kunci: kebijakan dividen kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan *free cash flow*

ABSTRACT

This study aims at examining the influence of ownership structure on dividend policy.

The population is all of manufacturing companies listed on Indonesia Stock Exchange for the period 2008–2012. Purposive sampling is used to choose the sample and 81 companies are found to be sample. The study uses multiple linear regression.

The result shows that managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, ownership concentration, and the control variable free cash flow simultaneously have significant influence on dividend policy. Influence testing partially by the level of significant of 5% shows that managerial ownership has positive and significant influence on dividend policy, institutional ownership has insignificant influence on dividend policy, foreign ownership has insignificant influence on dividend policy, ownership concentration has positive and significant influence on dividend policy, and the control variable free cash flow has positive and significant influence on dividend policy.

Keyword: dividend policy, managerial ownership, institutional ownership, foreign ownership, ownership concentration, free cash flow

PENDAHULUAN

Salah satu isu penting dalam manajemen keuangan adalah mengenai kebijakan dividen, yaitu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Sartono, 2001). Keputusan ini memang seperti tidak dapat dipisahkan dari keputusan pembelanjaan, karena keputusan manajer keuangan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen agar kemakmuran pemegang saham meningkat, menyebabkan meningkatnya pula ketergantungan terhadap sumber dana eksternal jika perusahaan memerlukan tambahan dana untuk investasi. Sebaliknya apabila laba diputuskan untuk ditahan guna membiayai rencana investasi di masa datang, berarti ketergantungan pada sumber dana dari luar akan berkurang.

Thanatawee (2013) menyatakan bahwa salah satu alasan mengapa perusahaan membayar dividen adalah hipotesis *free cash flow*, yang menyatakan bahwa terdapat konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer dapat mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri daripada kepentingan pemegang saham. *Free cash flow* dapat menyebabkan *agency problem* karena manajer mungkin menggunakannya untuk mendanai proyek dengan NPV negatif.

Perusahaan dapat mengurangi *agency problem* dengan menggunakan kebijakan pembayaran dividen (Jensen, 1986 dan Rozeff, 1982). Kebijakan dividen membantu perusahaan untuk mengetahui cara mereka mengurangi biaya agensi dengan mengontrol kebijakan dividen.

Ullah, Fida, dan Khan (2012) menyatakan bahwa struktur kepemilikan memainkan peran penting dalam kebijakan dividen perusahaan dengan meminimalisasi *agency cost* yang terkait dengan masalah agensi. Telah banyak penelitian yang dilakukan mengenai pengaruh struktur kepemilikan perusahaan pada kebijakan dividen. Ullah, *et al.* (2012) meneliti determinan kebijakan dividen dalam konteks *agency cost*. Hasil yang ditemukan adalah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, serta kepemilikan institusional dan asing secara signifikan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Shah, Ullah, dan Hasnain (2010) di Pakistan menunjukkan pengaruh positif antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Hasil ini secara konsisten mendukung hubungan potensial antara struktur kepemilikan dan kebijakan pembayaran dividen.

Afza dan Mirza (2010) juga menganalisis struktur kepemilikan dan *free cash flow* sebagai faktor penentu kebijakan dividen di Pakistan. Hasilnya ditemukan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan individual, *operating cash flow*, dan ukuran perusahaan merupakan determinan paling signifikan pada perilaku dividen.

Selain penelitian di atas, telah ada penelitian sejenis yang dilakukan di Indonesia. Penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) menguji pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasilnya adalah *free cash flow*, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan pada kebijakan dividen. Sedangkan kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, kebijakan utang, dan kesempatan investasi tidak terbukti memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian lain yaitu penelitian Rosdini (2009) juga menyimpulkan bahwa *free cash flow* dapat dijadikan sebagai indikator dalam penetapan kebijakan dividen suatu

perusahaan. Dalam hal ini, Rosdini (2009) menemukan pengaruh positif *free cash flow* pada kebijakan dividen.

Banyak penelitian baik di dalam maupun di luar negeri yang telah dilakukan mengenai pengaruh struktur kepemilikan dan *free cash flow* pada kebijakan dividen dengan sampel di berbagai industri, tetapi beberapa penelitian tersebut menunjukkan hasil yang berbeda. Penelitian ini bermaksud untuk melakukan studi pengembangan atas penelitian Afza dan Mirza (2010), Lucyanda dan Lilyana (2010), Ullah, *et al.* (2012), Mirzaei (2012), dan Thanatawee (2013). Alasan untuk melakukan studi lebih lanjut adalah penulis ingin mengetahui apakah jika dilakukan penelitian dengan menggunakan sampel dan periode yang berbeda, hasil penelitian ini akan konsisten dengan penelitian sebelumnya.

Perusahaan yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Menurut Tarjo dan Hartono (2003), perusahaan manufaktur cukup sensitif dengan setiap perubahan kondisi. Seperti yang kita ketahui, krisis global yang terjadi pada tahun 2008 mengguncang perekonomian Indonesia, termasuk pada sektor industri manufaktur. Namun, pertumbuhan ekonomi dunia yang cepat dan bangkitnya aktivitas manufaktur mengarah pada permintaan pasar atas barang yang tahan lama di seluruh dunia (Djumahir, 2009). Selain itu, menurut Embara, Wiagustini, dan Badjra (2012), perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan mereka, salah satunya dengan investasi saham yang tentunya berhubungan dengan pembagian dividen.

Penelitian Shinta dan Ahmar (2011) yang mengeksplorasi struktur kepemilikan saham publik di Indonesia menunjukkan bahwa kepemilikan perusahaan di Indonesia terdapat pemisahan kepemilikan yang terklasifikasi beserta besar proporsinya. Shinta dan Ahmar (2011) menyatakan bahwa karakteristik struktur kepemilikan perusahaan di Indonesia berbeda dengan negara-negara lain, seperti terdapat mayoritas pemegang saham dan rendahnya proporsi kepemilikan saham oleh manajemen. Penelitian ini menguji apakah struktur kepemilikan mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Oleh karena itu, muncul pertanyaan penelitian yaitu: apakah kepemilikan manajerial memiliki pengaruh pada kebijakan dividen? Apakah kepemilikan institusional memiliki pengaruh pada kebijakan dividen? Apakah kepemilikan asing memiliki pengaruh pada kebijakan dividen? Apakah konsentrasi kepemilikan memiliki pengaruh pada kebijakan dividen? Dan apakah *free cash flow* memiliki pengaruh pada kebijakan dividen?

Menurut teori agensi, pemegang saham akan selalu curiga bahwa manajer hanya bertindak untuk kepentingannya sendiri dan selalu mengambil keputusan tanpa memperhatikan kepentingan pemegang saham. Akibat dari adanya masalah agensi, maka perusahaan harus menanggung biaya agensi (*agency cost*), yaitu biaya yang timbul agar manajer bertindak selaras dengan tujuan *principal*. Beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya agensi atau *agency cost* adalah meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan meningkatkan rasio dividen pada laba bersih atau *dividend payout ratio*, sehingga akan memperkecil jumlah aliran kas bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi (Sartono, 2001).

Menurut Jensen (1986), manajer lebih menyukai menahan laba daripada membagikannya sebagai dividen kepada pemegang saham. Manajer ingin menggunakan sumber daya pertumbuhan perusahaan untuk manfaat pribadi mereka sendiri. Rasio saham yang dipegang oleh pihak manajemen ini diperhitungkan sebagai perkiraan atas

kepemilikan manajerial untuk meningkatkan biaya agensi yang nantinya akan meningkatkan konflik antara manajer dengan pemegang saham. Terdapat beberapa penelitian yang menunjukkan kesimpulan yang masih tidak konsisten. Ullah, *et al.* (2012), Hommei (2011), dan Dewi (2008) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Shah, *et al.* (2011) menunjukkan pengaruh positif kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional merupakan total persentase bank, perusahaan asuransi, perusahaan yang berinvestasi, dana pensiun, dan lembaga keuangan besar lain terhadap total modal saham sebuah perusahaan (Ullah, *et al.* 2012). Pound (1990) dalam Ullah, *et al.* (2012) menyatakan bahwa institusi mampu memaksa manajer oportunistik untuk mendistribusikan *free cash flow* sebagai dividen jika manajemen tidak memiliki proyek yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Pada umumnya, investor perusahaan dan asing lebih mampu untuk mengendalikan manajemen karena memiliki pengetahuan dan sumber daya yang cukup di bidang bisnis dan keuangan (Lee, 2008). Pengaruh positif kepemilikan institusional pada kebijakan dividen didukung oleh penelitian Hommei (2011), Ullah, *et al.* (2012), dan Thanatawee (2013). Namun, penelitian Dewi (2008), Kouki dan Guizani (2009), serta Lucyanda dan Lilyana (2012) menemukan pengaruh negatif kepemilikan institusional pada kebijakan dividen.

Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing. Secara umum, kepemilikan asing diartikan sebagai kepemilikan saham investor asing dari total modal saham. Menurut Chai (2010) kepemilikan asing memiliki pengaruh penting pada kebijakan dividen perusahaan. Penelitiannya didukung oleh Warrad, Abed, Khriasat, dan Al-Sheikh (2012), dan Ullah, *et al.* (2012) yang menemukan adanya pengaruh positif kepemilikan asing pada kebijakan dividen. Bekaert dan Harvey (2000) dalam Lucyanda dan Lilyana (2012) menyatakan bahwa keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan karena akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan, dapat memberikan modal-modal baru dan memperkerjakan manajer yang sudah terlatih, dan membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya semakin berkurang.

Konsentrasi kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan (Taman dan Nugroho, 2011). Beberapa penelitian mengungkapkan bahwa konsentrasi kepemilikan perusahaan memainkan peran penting dalam kebijakan perusahaan, terutama kebijakan pembayaran dividen. Kepemilikan yang terkonsentrasi memiliki perhatian lebih terhadap pengawasan keputusan perusahaan dengan tujuan melindungi investasinya (Ullah, *et al.*, 2012). Ramli (2010) dalam penelitiannya pada perusahaan yang terdaftar di Malaysia, secara empiris menemukan bahwa struktur kepemilikan lebih terkonsentrasi saat saham pemegang saham terbesar meningkat, perusahaan akan membayar dividen lebih besar karena *controlling shareholder* memiliki pengaruh lebih besar terhadap kebijakan dividen. Tingkat konsentrasi kepemilikan pemegang saham terbesar yang tinggi tidak dapat diasosiasikan dengan probabilitas pengambilalihan pemegang saham minoritas yang tinggi. Daripada menahan sumber daya perusahaan di bawah kendali mereka untuk kepentingan pribadi,

pemegang saham terbesar lebih suka mendistribusikan pengembalian kepada seluruh *shareholder*.

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* sering kali menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan bukan sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003). Penelitian Rosdini (2009) menunjukkan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Hasil ini mendukung penelitian Kouki dan Guizani (2009) serta Lucyanda dan Lilyana (2012) yang juga menemukan pengaruh positif *free cash flow* pada kebijakan dividen, yang berarti bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi cenderung membagikan dividen yang tinggi.

METODE

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis (*hypotheses testing*), yaitu menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan sampel dalam penelitian ini adalah sebagian dari perusahaan sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mempunyai data yang lengkap. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan teknik *purposive sampling* dengan menerapkan beberapa kriteria sebagai berikut: (a) perusahaan sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008–2012, (b) perusahaan menerbitkan laporan keuangan tahunan pada periode 2008–2012 dan memiliki data-data lengkap yang diperlukan untuk pengukuran variabel, (c) perusahaan membagikan dividen pada periode 2008–2012, dan (d) perusahaan bukan merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008–2012 adalah sebanyak 641 perusahaan. Jumlah perusahaan sampel yang diperoleh berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan adalah sebanyak 81 perusahaan dari tahun 2008–2012.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, yang diartikan sebagai keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Sartono, 2001). Beberapa peneliti seperti Chai (2010), Afza dan Mirza (2010), dan Ullah, *et al.* (2012), menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Penelitian di Indonesia yang dilakukan oleh Dewi (2008) dan Lucyanda dan Lilyana (2012) juga menggunakan *dividend payout ratio* sebagai pengukur kebijakan dividen.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan konsentrasi kepemilikan. Kepemilikan manajerial adalah besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Vidyantie dan

Handayani, 2006). Afza dan Mirza (2010) mengartikan kepemilikan manajerial sebagai persentase kepemilikan saham oleh anggota *Board of Directors* (BOD) dan jajaran eksekutif. Sesuai dengan penelitian Afza dan Mirza (2010), Ullah, *et al.* (2012), dan Mirzaei (2012), variabel kepemilikan manajerial diukur dengan rumus:

$$MNG = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham manajerial}}{\text{Total saham perusahaan}}$$

Kepemilikan institusional merupakan total persentase bank, perusahaan asuransi, perusahaan yang berinvestasi, dana pensiun, dan lembaga keuangan besar lain terhadap total modal saham sebuah perusahaan (Ullah, *et al.* 2012). Sesuai dengan penelitian Ullah, *et al.* (2012), Mirzaei (2012), serta Lucyanda dan Lilyana (2012), variabel kepemilikan institusional diukur dengan rumus:

$$INST = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham institusional}}{\text{Total saham perusahaan}}$$

Secara umum, kepemilikan asing diartikan sebagai kepemilikan saham investor asing dari total modal saham. Variabel kepemilikan asing dalam penelitian ini diukur dengan variabel *dummy* untuk menunjukkan ada dan tidaknya kepemilikan asing. Mahadwartha (2002) mengemukakan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binomial (ada dan tidak ada). Warrad, *et al.* (2012) meneliti pengaruh kepemilikan asing, yang diukur sebagai variabel *dummy*, terhadap kebijakan dividen. Variabel kepemilikan asing dalam penelitian ini diukur sebagai variabel *dummy* dengan: 1 jika terdapat kepemilikan asing dalam struktur kepemilikan perusahaan, atau 0 jika tidak terdapat kepemilikan asing dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Konsentrasi kepemilikan menggambarkan tentang bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan (Taman dan Nugroho, 2011). Mirzaei (2012) mengemukakan bahwa persentase pemegang saham terbesar dipertimbangkan sebagai dasar untuk pengukuran konsentrasi kepemilikan. Ramli (2010), Mirzaei (2012), dan Thanatawee (2013) meneliti pengaruh kepemilikan saham terbesar terhadap kebijakan dividen. Variabel konsentrasi kepemilikan dalam penelitian ini diukur dengan rumus:

$$TOP = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham terbesar}}{\text{Total saham perusahaan}}$$

Penelitian ini menggunakan *free cash flow* sebagai variabel kontrol. *Free cash flow* merupakan dana yang tersedia bagi manajer sebelum keputusan untuk menginvestasikan modal (Kouki dan Guizani, 2009). Pembayaran dividen dan bunga mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajemen, sehingga mengurangi peluang manajemen untuk mendanai proyek yang kurang *profitable* atau untuk keuntungan manajemen sendiri. Menurut Afza dan Mirza (2010), kas yang dihasilkan dari operasi perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan besarnya pembayaran dividen dibandingkan dengan sumber aliran kas yang lain. Sesuai dengan penelitian Afza dan Mirza (2010) serta Thanatawee (2013), variabel *free cash flow* dalam penelitian ini menggunakan rumus:

$$FCF = \frac{\text{Aliran kas dari aktivitas operasi}}{\text{Total aktiva}}$$

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$DIV = \alpha + \beta_1 MNG + \beta_2 INST + \beta_3 FOR + \beta_4 TOP + \beta_5 FCF + \varepsilon$$

Di mana: DIV = kebijakan dividen; MNG = kepemilikan manajerial; INST = kepemilikan institusional; FOR = kepemilikan asing; TOP = konsentrasi kepemilikan; FCF = *free cash flow*; dan ε = *error term*.

HASIL

Tabel 1 Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Standar Deviasi
DIV	81	0,05	1,55	0,4112	0,25171
MNG	81	0,00	0,28	0,0397	0,06596
INST	81	0,12	0,96	0,6577	0,18646
FOR	81	0,00	1,00	0,5679	0,49845
TOP	81	0,12	0,96	0,5173	0,21110
FCF	81	-0,11	0,28	0,0881	0,07879

Kebijakan dividen (DIV) yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan berapa besar proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Dari hasil analisis statistik deskriptif, dapat diketahui bahwa kebijakan dividen 81 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian memiliki nilai minimum sebesar 0,05 yang dimiliki PT Gajah Tunggal Tbk pada tahun 2009, yang artinya perusahaan hanya membagikan sebesar 5% laba per lembar sahamnya untuk dibayarkan sebagai dividen, sedangkan nilai maksimum variabel ini sebesar 1,55 yang dimiliki oleh PT Berlina Tbk pada tahun 2011, artinya perusahaan membagikan sebesar 155% laba per lembar sahamnya untuk dibayarkan sebagai dividen. Hal ini disebabkan oleh nilai laba per lembar saham PT Berlina Tbk pada tahun 2011 adalah sebesar Rp58,00, sedangkan dividen per lembar saham yang disetujui pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) tahun 2012 adalah sebesar Rp90,00. Nilai rata-rata kebijakan dividen dalam keseluruhan sampel adalah sebesar 0,4112. Nilai *dividend payout ratio* sebagai pengukur kebijakan dividen ini lebih tinggi atau meningkat jika dibandingkan dengan nilai rata-rata *dividend payout ratio* perusahaan nonkeuangan di Indonesia pada tahun 2007–2009 dalam penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) yang hanya sebesar 0,2885. Standar deviasi variabel kebijakan dividen dalam penelitian ini sebesar 0,25171, menunjukkan variasi data yang kecil.

Tabel 2 Uji R² Variabel-variabel Independen

R	R Square	Adjusted R Square	Standard error of the estimate
0,502	0,252	0,203	0,22477

Tabel 2 menunjukkan nilai R² yang telah disesuaikan (*adjusted R square*) sebesar 0,203, yang berarti variabel dependen kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan *free cash flow* sebesar 20,3%, sedangkan sisanya, yaitu sebesar 79,7% dijelaskan oleh variabel lain di luar persamaan.

Tabel 3 Hasil Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

<i>Model</i>	<i>Sum of Squares</i>	<i>Df</i>	<i>Mean Square</i>	<i>F</i>	<i>Sig.</i>
1 Regression	1,280	5	0,256	5,066	0,000
Residual	3,789	75	0,051		
Total	5,069	80			

Berdasarkan Tabel 3, diperoleh nilai F hitung sebesar 5,066 dengan probabilitas sebesar 0,000. Nilai F probabilitas tersebut lebih kecil dari 0,05 (5%). Nilai F tabel (n = 5, d = 76) dengan signifikansi 0,05% sebesar 2,330, sehingga $5,066 > 2,330$. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel dependen, yaitu kebijakan dividen.

Tabel 4 Hasil Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Variabel	Koefisien Regresi	Standar Error	Koefisien Korelasi	t hitung	Nilai p
Konstanta	0,096	0,124		0,773	0,442
MNG	1,341	0,404	0,351	3,318	0,001
INST	0,060	0,164	0,045	0,367	0,715
FOR	-0,058	0,056	-0,114	-1,026	0,308
TOP	0,359	0,154	0,301	2,323	0,023
FCF	0,797	0,325	0,249	2,455	0,016

Berdasarkan Tabel 4 dapat dihasilkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$DIV = 0,096 + 1,341MNG + 0,060INST - 0,058FOR + 0,359TOP + 0,797FCF$$

Tabel 4 menunjukkan koefisien regresi yang ditunjukkan dengan B (beta) sebesar 0,096. Variabel kepemilikan manajerial (MNG) memiliki koefisien sebesar 1,341. Variabel kepemilikan institusional (INST) memiliki koefisien sebesar 0,060. Variabel kepemilikan asing (FOR) memiliki koefisien sebesar -0,058. Variabel konsentrasi kepemilikan institusional (TOP) memiliki koefisien sebesar 0,359. Variabel *free cash flow* (FCF) memiliki koefisien sebesar 0,797. Nilai koefisien menunjukkan dugaan seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka semakin besar dividen yang akan dibayarkan. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Manajer akan bertindak lebih hati-hati, karena manajer, yang juga merupakan pemegang saham, juga akan menanggung segala konsekuensi yang menguntungkan maupun merugikan pemegang saham, sehingga kebijakan manajemen perusahaan yang akan diterapkan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Ketika manajer memiliki saham dalam perusahaan, maka ia cenderung akan mengarah pada keputusan pembayaran dividen yang lebih besar sebagai pengembalian atas investasinya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Shah, *et al.* (2010) dan tidak mendukung penelitian Afza dan Mirza (2010) serta Ullah, *et al.* (2012) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial secara signifikan berpengaruh negatif pada *dividend payout*

ratio yang berarti bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan saham manajerial maka semakin rendah *dividend payout ratio*-nya.

Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya proporsi kepemilikan saham oleh institusi dalam struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia tidak berpengaruh pada jumlah dividen yang dibagikan. Tidak signifikannya pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dalam penelitian ini diduga karena investor institusional memiliki keinginan yang berbeda dengan keinginan investor umum. Horizon investasi mereka secara umum berjangka panjang, sehingga mereka lebih menyukai perusahaan yang menginvestasikan kembali labanya daripada perusahaan yang membayarkan sebagian besar labanya untuk dividen, sehingga proporsi saham yang dimiliki oleh institusi tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Djumahir (2011) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Arah hubungan pengujian variabel kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen yang positif ini mendukung penelitian Ullah, *et al.* (2012), Hommei (2011), dan Thanatawee (2013).

Kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Adanya kepemilikan saham oleh investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia tidak berpengaruh pada jumlah dividen yang dibagikan. Tidak signifikannya pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen pada penelitian ini diduga karena investor asing lebih menyukai perusahaan menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen sehubungan dengan adanya pajak dividen yang tinggi, sehingga adanya kepemilikan asing dalam struktur kepemilikan perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen yang dibayarkan. Di Indonesia terdapat undang-undang yang mengatur pajak dividen, yaitu Undang-undang Republik Indonesia Nomor 17 Tahun 2000 tentang Pajak Penghasilan, di mana dalam undang-undang tersebut menyebutkan bahwa Wajib Pajak dikenakan pajak dividen sebesar 15% untuk investor dalam negeri (pasal 23) dan 20% untuk investor luar negeri (pasal 26). Dengan adanya pajak atas dividen yang tinggi, terutama bagi investor luar negeri ini menyebabkan investor luar negeri cenderung lebih menyukai perusahaan menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen. Hal ini konsisten dengan teori preferensi pajak. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, baik dalam hal mendorong manajemen untuk melakukan pembayaran dividen yang lebih besar maupun lebih kecil. Pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen yang tidak signifikan ini mendukung penelitian Abdullah, Ahmad, dan Roslan (2012) serta Lucyanda dan Lilyana (2012). Sedangkan arah hubungan negatif penelitian ini tidak mendukung penelitian Chai (2010) dan Ullah, *et al.* (2012) yang menemukan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh signifikan yang positif pada kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin tinggi konsentrasi kepemilikan, maka semakin besar dividen yang akan dibayarkan. Menurut Thanatawee (2013) pemegang saham besar dapat memaksa manajer membayar dividen untuk mengurangi biaya agensi. Pendapat ini mendukung Ramli (2010) yang menyatakan bahwa dividen dilihat sebagai mekanisme pengganti pada kepemilikan pemegang saham besar dalam mengurangi konflik agensi. Hasil ini menunjukkan bahwa konsentrasi

kepemilikan perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia mampu memberikan peran *monitoring* yang efektif atau memiliki perhatian lebih terhadap pengawasan keputusan perusahaan dengan tujuan untuk melindungi investasinya, sehingga mampu mempengaruhi perusahaan untuk membayarkan dividen lebih besar pada perusahaan dengan konsentrasi kepemilikan yang tinggi. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mirzaei (2012), Abdullah, *et al.* (2012), dan Thanatawee (2013), yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Yang terakhir, hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow*, sebagai variabel kontrol, berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin tinggi *free cash flow*, maka semakin besar dividen yang akan dibayarkan. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan membayarkan dividen lebih tinggi untuk mengurangi kemungkinan dana tersebut diboroskan pada proyek yang tidak menguntungkan. Oleh karena itu, *free cash flow* akan berhubungan positif dengan pembayaran dividen yang lebih besar. Secara empiris, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan hasil analisis, penelitian ini konsisten dengan penelitian Rosdini (2009), Afza dan Mirza (2010), serta Thanatawee (2013).

KESIMPULAN

Penelitian ini menguji pengaruh struktur kepemilikan perusahaan pada kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008–2012.

Berdasarkan hasil analisis mengenai pengaruh struktur kepemilikan perusahaan pada kebijakan dividen, maka dapat ditarik hasil penelitian dengan kesimpulan sebagai berikut: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan asing, konsentrasi kepemilikan, dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh pada kebijakan dividen; kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen; kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen; kepemilikan asing tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen; konsentrasi kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen; serta *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa struktur kepemilikan perusahaan manufaktur di Indonesia dengan karakteristik terdapat mayoritas pemegang saham dan rendahnya proporsi kepemilikan saham oleh manajemen, memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdullah, N. M. H.; Z. Ahmad; dan S. Roslan. 2012. The Influence of Ownership Structure on the Firms Dividends Policy Based Lintner Model. *International Review of Business Research Papers*. Vol. 8, No. 6, hlm. 71–88.
- Afza, T. dan H. H. Mirza. 2010. Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*. Vol. 3, No. 3, hlm. 210–221.
- Chai, D. H. 2010. Foreign Corporate Ownership and Dividends. *Working Paper Centre for Business Research*, University of Cambridge. No. 401, hlm. 1–40.

- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10, No. 1, hlm. 47–58.
- Djumahir. 2009. Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol. 11, No. 2, hlm. 144–153.
- Embara, C. T. D. L.; N. L. P. Wiagustini; dan I. B. Badjra. 2012. Variabel-variabel yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan*. Vol. 6, No. 2, hlm. 119–129.
- Hommei, Maikel. 2011. Dividend Policy and Ownership Structure in the Netherlands. *Master Thesis Financial Management*. Tilburg University.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.
- Kouki, M. dan M. Guizani. 2009. Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25, No. 1, hlm. 42–53.
- Lee, Sanghoon. 2008. Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea. *University of Utah Working Paper*. Vol. 6, No. 2, hlm. 1–25.
- Lucyanda, J. dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol. 4, No. 2, hlm. 129–138.
- Mahadwartha, Putu A. dan Jogiyanto Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi V*, Semarang, 5–6 September, hlm. 635–647.
- Mirzaei, Hossein. 2012. A Survey on the Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy in Tehran Stock Exchange. *International Conference on Management, Applied, and Social Sciences (ICMASS'2012)*. March 24-25, 2012. hlm. 327–332.
- Ramli, N. M. 2010. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Malaysian Companies. *International Review of Business Research Papers*. Vol. 6, No. 1, hlm. 170–180.
- Republik Indonesia. 2010. Peraturan Menteri Keuangan Nomor 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek. Berita Negara

Republik Indonesia Tahun 2010, No.425. Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia. Jakarta.

Republik Indonesia. 2000. Undang-undang Nomor 17 Tahun 2000 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-undang Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan. Lembaran Negara RI Tahun 2000, No. 127 Sekretariat Negara. Jakarta.

Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper in Accounting and Finance*. Departemen of Accounting, Padjadjaran University, hlm. 1–9.

Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. Vol. 5, No. 3, hlm. 249–259.

Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. Yogyakarta: BPFE.

Shah, S. Z. A; W. Ullah; dan B. Hasnain. 2010. Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Firm. *International Conference on E-business, Management and Economics IPEDR*. Vol. 3. hlm. 22–26.

Shinta, N. P. dan Nurmala Ahmar. 2011. Eksplorasi Struktur Kepemilikan Saham Publik di Indonesia Tahun 2004–2008. *The Indonesian Accounting Review*. Vol. 1, No. 2, hlm. 145–154.

Taman, Abdullah dan Bily A. Nugroho. 2011. Determinan Kualitas Implementasi Corporate Governance pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2004–2008. (online). (http://repository.library.uksw.edu/bitstream/handle/123456789/1128/T1_232007032_Abstract.pdf?sequence=1, diakses pada tanggal 29 Oktober 2016)

Tarjo dan Jogiyanto Hartono. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, 16–17 Oktober, hlm. 278–295.

Thanatawee, Yordying. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 5, No. 1, hlm. 121–132.

Ullah, H.; A. Fida; dan S. Khan. 2012. The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*. Vol. 3, No. 9, hlm. 298–307.

Uyara, A. S. dan A. Tuasikal. 2003. Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan pengeluaran Modal dengan Earning Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6, No. 2, hlm. 186–198.

Vidyantie, D. N. dan Ratih Handayani. 2006. The Analysis of the Effect of Debt Policy, Dividend Policy, Institutional Investor, Business Risk, Firm Size, and Earning Volatility to Managerial Ownership Based on Agency Theory perspective. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 8, No. 2, hlm. 19–33.

Warrad, L.; S. Abed; O. Khriasat; dan I. Al-Sheikh. 2012. The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4, No. 2, hlm. 187–195.

www.bloomberg.com, diakses pada tanggal 28 Agustus 2016.

www.idx.co.id, diakses pada tanggal 2–23 Juli 2016.