

# PENGARUH KEPEMILIKAN INSIDER DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO DENGAN MEMPERGUNAKAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL KONTROL PADA PERUSAHAAN YANG GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:  
Sonti Paulina  
Dr. Donalson Silalahi

## ABSTRACT

*This study aimed to examine the effect of ownership structure on dividend policy on companies that go public in Indonesia Stock Exchange in 2012-2013 with a sample of 54 companies. Data were obtained from the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and the Indonesia Stock Exchange website. There are two equations developed in this study. The first equation to examine the effect of the company's ownership structure on dividend policy. While in the second equation entered the control variables, namely the debt-to-equity ratio to test the consistency of the company's ownership structure influence on dividend policy. Techniques using multiple linear regression analysis and hypothesis testing statistical t and F statistics.*

*Hypothesis test results indicate that the stock insider ownership variable significant negative effect on the company's dividend policy, while the institutional ownership variables significant negative effect on dividend policy. Taken together the ownership structure share a significant effect on the company's dividend policy which go public in Indonesia Stock Exchange. Adjusted R2 values after admission control variable increased from 0,053 to 0,044 be inferred variable debt to equity ratio is a variable that helps to explain the variation in the dividend policy of the company went public in Indonesia Stock Exchange.*

**Keywords:** *dividend policy, ownership structure, and debt to equity ratio*

## PENDAHULUAN

Untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan, ada tiga kebijakan yang harus dilakukan oleh manajer keuangan. Ketiga kebijakan tersebut adalah kebijakan investasi, kebijakan financial, dan kebijakan dividen. Dari ketiga kebijakan tersebut, kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang masih sering diperbincangkan (Black dalam Nuringsih, 2005).

Kebijakan dividen berhubungan dengan besaran laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan (Weston dan Brigham, 1986:491). Apabila perusahaan mendistribusikan keuntungannya kepada para pemegang saham dengan porsi yang cukup besar mengakibatkan dana yang tersedia untuk reinvestasi menjadi kecil. Akibatnya, tingkat pertumbuhan perusahaan di masa depan menjadi rendah. Dividen juga berfungsi sebagai sarana untuk memberi sinyal kepada investor tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karenanya, dividen akan menjadi daya tarik bagi investor dalam berinvestasi di suatu perusahaan.

Keputusan pembagian dividen kepada pemegang saham sangat tergantung pada keberhasilan dan stabilitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Jika kinerja perusahaan dalam kondisi baik dan stabil, maka investor akan mendapatkan keuntungan dari saham yang dimilikinya baik berupa dividen maupun *capital gain*. Sedangkan jika kinerja perusahaan dalam kondisi yang buruk maka investor kemungkinan tidak akan mendapatkan dividen maupun *capital gain* (Pribadi, 2013).

Manajemen perusahaan berusaha mencapai suatu kebijakan dividen yang optimal dimana ada keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang dalam rangka memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan. Kenyataannya kebijakan

dividen yang optimal sangat sulit untuk dicapai karena manajemen tetap harus memperhatikan kepentingan pemegang saham dan perusahaan itu sendiri.

Menurut Nuringsih (2005), manajer memiliki kecenderungan menahan laba untuk pembiayaan investasi karena laba merupakan sumber pendanaan yang lebih efisien dibandingkan dengan utang atau emisi saham. Namun pada kenyataannya, manajer juga terlibat dalam kepemilikan saham. Pemegang saham memiliki preferensi yang berbeda terhadap dividen. Di satu sisi ada pemegang saham yang menyukai pembayaran dividen sedang disisi lain ada pemegang saham yang menginginkan *capital gain*. Perbedaan preferensi dapat disebabkan oleh berbagai faktor, seperti tujuan kepemilikan saham atau reaksi terhadap pembebanan pajak.

Sesuai dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), pemegang saham sebagai pihak *principal* melimpahkan pengelolaan perusahaan kepada manajer sebagai pihak *agent*. Perusahaan yang telah *go public*, yang dikelola dengan memisahkan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan menyebabkan adanya struktur kepemilikan saham. Hubungan keagenan antara kedua pihak ini dapat menimbulkan dua permasalahan, yaitu informasi asimetris (*asymmetric information*) dan konflik kepentingan (*conflict of interest*).

Penunjukan manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam kenyataannya seringkali menghadapi masalah dikarenakan tujuan perusahaan berbenturan dengan tujuan pribadi manajer. Smith (1776) dalam teori ekonomi neoklasiknya menjelaskan bahwa manajer perusahaan yang bukan pemilik sepenuhnya tidak dapat diharapkan berkinerja baik sesuai tujuan pemiliknya. Prinsipal dan agen diasumsikan merupakan *rational economic person* yang dimotivasi oleh kepentingan pribadi. Manajer mempunyai kewajiban untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham, namun disisi lain manajer juga mempunyai kepentingan untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Konsekuensi dari kondisi seperti ini adalah manajemen perusahaan cenderung untuk menahan laba yang tersedia bagi para pemegang saham menjadi laba ditahan dengan tujuan untuk memperkuat posisi keuangan perusahaan dan menjaga pertumbuhan perusahaan guna menjaga reputasinya.

Masalah lain yang muncul dari adanya hubungan keagenan ialah terjadinya informasi asimetris. Informasi asimetris adalah ketidaksamaan informasi yang dimiliki oleh manajer dan pemilik perusahaan. Akibat pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan, menempatkan manajer sebagai pihak yang kaya akan informasi mengenai perusahaan sementara pemilik perusahaan cenderung memiliki informasi yang tidak lengkap. Dengan demikian, pemilihan keputusan yang dilakukan tidak hanya mempertimbangkan dari salah satu pihak saja.

Agar tujuan perusahaan dapat tercapai, diperlukan biaya pengawasan terhadap perilaku manajemen yang disebut biaya agensi (*agency cost*). Literatur keuangan telah banyak berperan dalam memberikan kontribusi terkait mekanisme kontrol biaya agensi. Salah satu mekanisme pengawasan adalah dengan memperhatikan struktur kepemilikan perusahaan. Kepemilikan manajerial (*insider*) dan kepemilikan institusi adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan baik konflik kepentingan maupun informasi asimetris. Dengan adanya kepemilikan saham *insiders*, mengakibatkan manajer akan merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga tidak lagi bertindak oportunistik. Sedangkan dengan kepemilikan saham institusi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Dengan demikian, perubahan proporsi kepemilikan saham perusahaan akan mengakibatkan perubahan cara pengambilan keputusan dividen.

Berdasarkan paparan tersebut di atas mengakibatkan semakin penting dilakukan penelitian tentang hubungan kausal antara struktur kepemilikan (kepemilikan saham *insider* dan kepemilikan saham institusi) dengan kebijakan dividen.

Dewasa ini telah banyak dilakukan studi empiris tentang hubungan antara struktur kepemilikan perusahaan dengan kebijakan dividen. Rozeff (1982); Dewi (2008) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial (*insider ownership*) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya, menurut penelitian yang dilakukan oleh Harahsheh (2013) ditemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan menurut penelitian Pribadi (2013) pada perusahaan perbankan di Bursa Efek Indonesia bahwa kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif namun tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan fenomena tersebut, maka semakin penting dilakukan penelitian ulang tentang hubungan kausal antara struktur kepemilikan perusahaan dengan kebijakan dividen di Bursa Efek Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan saham *insider* dan institusi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

## TINJAUAN PUSTAKA

### Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan seberapa besar laba yang harus dibayarkan kepada para pemegang saham dan seberapa besar dari laba tersebut yang harus ditahan dalam perusahaan. Saxena dalam Dewi (2011) mengemukakan bahwa isu kebijakan dividen sangat penting untuk berbagai alasan, antara lain: *Pertama*, sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor tentang stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. *Kedua*, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan.

Ada dua pendapat yang saling bertentangan mengenai preferensi investor terhadap dividen. Pendapat pertama menyatakan bahwa dividen tidak relevan terhadap kemakmuran pemegang saham sedangkan pendapat yang kedua menyatakan bahwa dividen relevan terhadap kemakmuran pemegang saham.

Rozeff (1982) menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan suatu bagian dari *monitoring* perusahaan. Dalam kondisi demikian, perusahaan cenderung untuk membayar dividen lebih besar jika *insider* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Rozeff dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru. Oleh karenanya, kebijakan dividen sangat penting untuk ditelaah.

### Teori Mengenai Kebijakan Dividen

Teori-teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen telah banyak dijumpai dalam literatur keuangan. Beberapa diantaranya adalah teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961); Gordon dan Lintner (1959), dan Bhattacharya (1979).

Miller and Modigliani (1961) selanjutnya disebut MM menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan atau biaya modalnya. Lebih lanjut, MM juga menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh *earning power* dari *asset* perusahaan dan risiko bisnisnya.

Jika MM merumuskan teori ketidakrelevanan dividen, teori *bird in the hand* mengungkapkan sebaliknya. Salah satu asumsi dalam pendekatan MM adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner (1959) berpendapat bahwa investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada

menunggu *capital gain*. Dengan demikian, pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Teori preferensi pajak dikemukakan pertama kali oleh Litzenger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa adanya pembebanan pajak baik terhadap keuntungan dividen maupun *capital gain* mengakibatkan para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Teori ini juga dikemukakan oleh Sartono (2005) dalam Rachmad (2013) yang menyatakan bahwa jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang akan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan dividen akan berkurang.

Lebih jauh Sartono (2005) mengemukakan bahwa pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak *capital gain* dan pajak dividen. Kemudian dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi dari pada *capital gain*, sehingga investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Karenanya, disarankan agar perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang lebih rendah atau bahkan tidak membagikan sama sekali untuk meminimalkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

*Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan Bhattacharya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai suatu sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Jika terjadinya penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Pembayaran dividen dipakai oleh perusahaan sebagai *costly signal* untuk memberitahukan kepada investor publik mengenai prospek perusahaan. Dividen merupakan beban yang tidak ringan, dan hanya perusahaan yang kuat dan sehatlah yang mampu menanggung beban tersebut. Berdasarkan teori *signaling*, perusahaan yang kuat dan sehat akan membagi dividen kepada pemegang saham untuk membedakan dirinya dari perusahaan lain yang biasa saja. Perusahaan lemah yang mencoba memberikan sinyal palsu dengan menggunakan dividen pasti akan bangkrut. Itulah sebabnya, penggunaan dividen dikatakan sebagai sinyal yang mahal (Dewi 2011).

Jika suatu perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Membagi dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena investor melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang diisyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan atau profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan.

Teori *clientele* menjelaskan bahwa harga saham dapat berubah-ubah didasarkan atas tujuan investor dalam reaksinya terhadap pajak, kebijakan dividen, dan kebijakan lainnya. Investor cenderung memilih saham perusahaan yang memenuhi kebutuhan tertentu yang mereka inginkan karena investor menghadapi perlakuan pajak yang berbeda untuk dividen

dan *capital gain* dan juga beberapa biaya transaksi ketika mereka melakukan perdagangan sekuritas.

Teori ini berawal dari pendapat Miller dan Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa investor cenderung ke arah perusahaan yang memiliki kebijakan dividen seperti yang mereka inginkan. Demikian juga, perusahaan akan menarik investor yang berbeda berdasarkan kebijakan dividen masing-masing. Perusahaan yang membayar dividen yang lebih tinggi, akan menarik investor yang membutuhkan penghasilan langsung dalam bentuk dividen. Jika kebijakan dividen perusahaan berubah, investor akan menjual sahamnya kepada investor lain yang tertarik dengan kebijakan dividen perusahaan yang baru, sehingga harga saham berubah.

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan teori yang menjelaskan hubungan keagenan (*agency relationship*) dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). Jensen dan Meckling (1976) menggambarkan *agency relationship* sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan pihak yang menerima kontrak dan mengelola dana *principal* (*agent*). *Principal* menggunakan *agent* untuk melaksanakan jasa yang menjadi kepentingan *principal* sehingga terjadi pemisahan kepemilikan dan kontrol perusahaan.

Menurut teori keagenan, pemisahan ini dapat menimbulkan konflik yang disebut dengan konflik keagenan (*agency conflict*). Terjadinya *agency conflict* disebabkan *principal* dan *agent* mempunyai kepentingan yang saling bertentangan. Apabila *agent* dan *principal* berupaya memaksimalkan utilitasnya masing-masing, serta memiliki keinginan dan motivasi yang berbeda, maka *agent* (manajemen) tidak selalu bertindak sesuai keinginan *principal* (Jensen dan Meckling, 1976).

Salah satu penyebab *agency problem* adalah adanya informasi asimetris (*asymmetric information*). *Asymmetric information* adalah ketidaksamaan informasi yang dimiliki oleh *principal* dan *agent* karena distribusi informasi yang tidak sama. Informasi asimetris dapat menimbulkan dua permasalahan yang disebabkan oleh kesulitan *principal* untuk memonitor dan melakukan kontrol terhadap tindakan-tindakan *agent*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan permasalahan tersebut adalah :

- a. *Moral hazard*, yaitu permasalahan yang muncul jika agen tidak melaksanakan hal-hal yang disepakati bersama dalam kontrak kerja.
- b. *Adverse selection*, yaitu suatu keadaan dimana *principal* tidak dapat mengetahui apakah suatu keputusan diambil oleh agen benar-benar didasarkan atas informasi yang telah diperolehnya, atau terjadi sebagai sebuah kelalaian dalam tugas.

Dengan demikian diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat menyejajarkan perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai biaya agensi (*agency cost*). Biaya agensi meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan biaya sisa (*residual loss*). *Monitoring cost* merupakan biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen. *Bonding cost* merupakan biaya bagi agen untuk mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal. Sedangkan *residual loss* adalah pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran prinsipal sebagai akibat dari perbedaan keputusan agen dan keputusan prinsipal.

Terdapat beberapa cara yang digunakan untuk mengurangi *agency cost*. Penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), Crutchley *et al.*, (1999), dan Jensen *et al.*, (1992) menemukan mekanisme yang dapat mereduksi biaya agensi adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*), mengaktifkan pengawasan melalui investor institusional, serta mengurangi arus kas yang tersedia bagi manajer melalui pembayaran dividen dan penggunaan hutang.

## **Struktur Kepemilikan Perusahaan**

Struktur kepemilikan perusahaan menggambarkan persentase kepemilikan perusahaan oleh *shareholders* perusahaan tersebut. *Shareholders* dapat berupa individu, institusi maupun publik. Komposisi struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia agak berbeda dibandingkan dengan perusahaan di Eropa atau Amerika. Struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan yang tergabung di beberapa pasar modal Eropa dan Amerika bersifat menyebar (*dispersed ownership*). Berbeda dengan di Indonesia, kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi, seperti Perseroan Terbatas yang seringnya merupakan representasi dari pendiri perusahaan.

Potter dalam Dewi (2011) mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan perusahaan merupakan salah satu faktor penentu keberhasilan suatu perusahaan. Pemilik akan berusaha membuat berbagai strategi untuk mencapai tujuan perusahaan, mengimplementasikan strategi dan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk mencapai tujuan tersebut.

Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan (*agency approach*) dan pendekatan informasi asimetris (*asymmetric information approach*). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajer dengan pemegang saham. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang struktur kepemilikan sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insiders* dan *outsiders* melalui pengungkapan informasi di dalam pasar modal. Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan yang dibahas adalah kepemilikan saham *insider* dan kepemilikan saham institusi.

### **Kepemilikan Insider (*Insider Ownership*)**

Berdasarkan penjelasan Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Pasal 95 tentang pasar modal mendefinisikan *insider* sebagai berikut:

- a. Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai perusahaan atau Perusahaan afiliasinya,
- b. Pemegang saham utama di dalam perusahaan atau perusahaan afiliasi, dan
- c. Orang perorangan yang oleh kedudukannya atau hubungan pada perusahaan atau perusahaan afiliasinya mengetahui informasi orang dalam.

### **Kepemilikan Institusi (*Institutional Ownership*)**

Kepemilikan institusi adalah kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi domestik atau asing seperti *mutual fund* dan *investment trust* (Short, et al, 2002 dalam Harahseh, 2013). Menurut Shleifer dan Vishny (1986), kepemilikan saham institusi yang besar (5% atau lebih) mampu bertindak sebagai pihak yang memonitor manajemen perusahaan.

### **Pengaruh Kepemilikan Saham *Insider* terhadap Kebijakan Dividen**

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan kepemilikan akan rentan terhadap konflik kepentingan. Konflik tersebut dapat dikurangi dengan menyelaraskan kepentingan antara pemilik perusahaan (prinsipal) dan manajer (agen). Peningkatan kepemilikan saham *insider* dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* melalui *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan.

Kehadiran *insider* diharapkan dapat menggiring perusahaan kepada kinerja yang lebih baik. *Insider* harus bertindak lebih hati-hati dalam setiap keputusan yang diambilnya karena mereka juga akan merasakan manfaat langsung atau bahkan ancaman dari keputusan tersebut. Mereka diharapkan mampu membawa perusahaan pada peluang-peluang investasi yang menguntungkan. Untuk membiayai peluang investasi, maka laba ditahan merupakan sumber pendanaan yang paling disukai manajer karena lebih murah

dan aman bagi perusahaan. Alokasi laba untuk pendanaan investasi berarti mengurangi pembayaran dividen.

Rozeff (1982) mengemukakan adanya efek substitusi atau hubungan negatif antara kepemilikan saham *insider* dengan pembayaran dividen dalam rangka mengurangi konflik kepentingan. Saat kepemilikan *insider* tinggi, pembayaran dividen berkurang karena *insider* menggantikan dividen sebagai alat kontrol manajemen. Selanjutnya Rozeff mengemukakan bahwa penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Hasil penelitian Rozeff ini didukung oleh penelitian Dewi (2008) yang menemukan adanya pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham *insider* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi terhadap Kebijakan Dividen**

Kepemilikan institusi adalah pemegang saham perusahaan yang berasal dari institusi baik domestik maupun asing. Preferensi pemegang saham terhadap distribusi keuntungan perusahaan dikelompokkan dalam dua kontinum berbeda. Berdasarkan teori *bird in the hand*, pemegang saham menginginkan dividen tinggi daripada *capital gain* karena ketidakpastian dari *capital gain*. Sebaliknya, dalam *tax preference theory* dikemukakan bahwa pemegang saham memilih dividen rendah untuk menghemat pembayaran pajak sebab pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak *capital gain*.

Kepemilikan institusi merupakan salah satu mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan. Meningkatkan kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam mengelola perusahaan sehingga mengurangi biaya keagenan. Penelitian yang dilakukan Harahseh (2013) menemukan bahwa kepemilikan saham institusi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut Harahseh, kepemilikan institusi menggunakan pengaruhnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusi mengontrol manajemen agar tidak menggunakan dana pada investasi *low return* sehingga aliran dana dapat didistribusikan sebagai dividen.

Penelitian Harahseh tersebut berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006). Dari hasil penelitian Putri dan Nasir ditemukan bahwa kehadiran kepemilikan institusional memiliki efek substitusi bagi pembayaran dividen untuk mengurangi biaya keagenan. Dengan jumlah investasi yang tinggi, investor institusional melakukan *monitoring* yang semakin ketat dan menghalangi perilaku oportunistik manajer. *Monitoring* oleh investor institusional ini dapat mengurangi *agency cost* sehingga dividen yang dibayarkan juga menurun. Penelitian Putri dan Nasir didukung oleh penelitian Dewi (2008) yang juga menemukan ada pengaruh negatif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan cenderung memberikan dividen yang rendah. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

## **METODE PENELITIAN**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia dan sampel penelitian diambil dengan mempergunakan metode *purposive sampling*. Dengan demikian, jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 105 observasi.

Variabel dalam penelitian terdiri dari variabel terikat dan variabel bebas. Variabel terikat adalah kebijakan dividen dan variabel bebas terdiri dari kepemilikan saham *insider*





**Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel *Dividen Payout Ratio*, Kepemilikan Saham *Insider*, dan Kepemilikan Saham Institusi**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	105	.00	68.84	24.68	17.98
INSD	105	.00	10.51	1.78	2.47
INST	105	11.03	96.09	67.40	17.69
Valid N (listwise)	105				

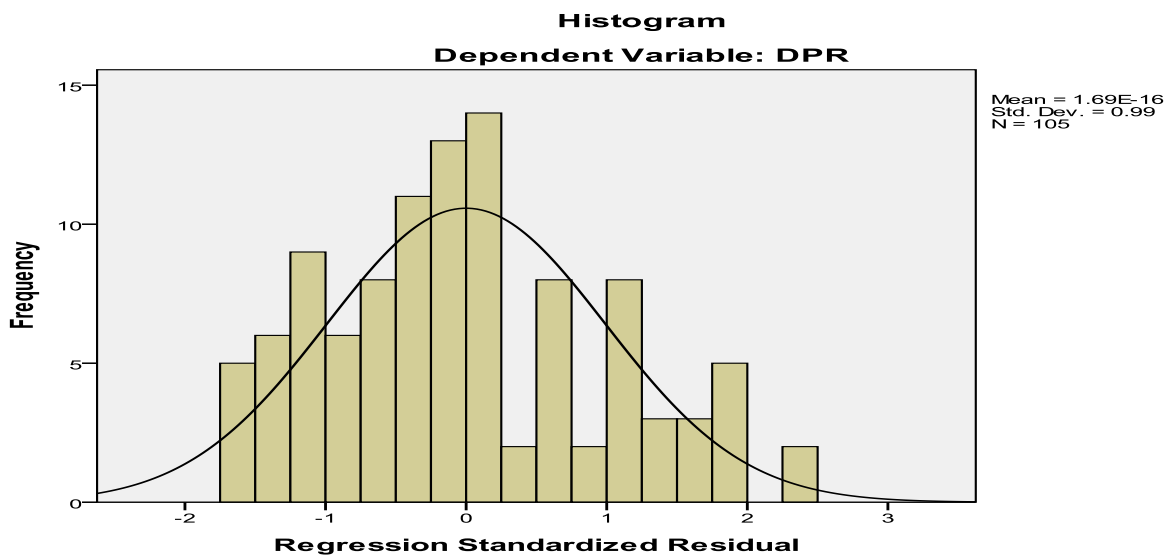
**Sumber :** Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Berdasarkan Tabel 1 dapat dikemukakan bahwa rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 24,68 persen dengan simpangan baku sebesar 17,98 persen. Kondisi ini menggambarkan bahwa mayoritas perusahaan-perusahaan yang diteliti menahan keuntungannya dalam bentuk laba ditahan dalam rangka meningkatkan pertumbuhan perusahaan.

Variabel kepemilikan saham *insider* (INSD) memiliki rata-rata hitung sebesar 1,78 persen dengan simpangan baku adalah 2,47 persen. Variabel kepemilikan saham institusi (INST) memiliki rata-rata hitung sebesar 67,40 persen dengan simpangan baku adalah 17,69 persen. Kondisi ini menggambarkan bahwa mayoritas saham-saham perusahaan yang telah *go public* dimiliki oleh institusi. Artinya, kepemilikan saham institusi (INST) lebih berperan dalam membuat keputusan-keputusan penting perusahaan.

Sebelum dilakukan pembahasan, terlebih dahulu dilakukan uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Suatu model regresi dikatakan baik jika model tersebut telah terbebas dari keempat asumsi yang mendasari model.

Berdasarkan hasil uji normalitas dapat dikemukakan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal sebagaimana ditunjukkan Gambar 1 berikut:



**Gambar 1 Grafik Histogram**

Model regresi yang baik juga dicirikan oleh tidak terjadinya korelasi antar variabel independen. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas dapat dikemukakan tidak terjadi korelasi antar variabel-variabel independen sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 2 berikut:

**Tabel 2. Hasil Uji Multikolinearitas**

Model	Collinearity Statistics			Hasil
	B	Tolerance	VIF	
1 (Constant)	32.953			
INSD	-1.754	.999	1.001	Tidak terjadi Multikolinearitas
INST	-.076	.999	1.001	Tidak terjadi Multikolinearitas

**Sumber:** Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui apakah model linier mempunyai korelasi antara *disturbance error* pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1. Berdasarkan hasil uji autokorelasi dapat dikemukakan bahwa model regresi terbebas dari autokorelasi sebagaimana ditunjukkan Tabel 3 berikut.

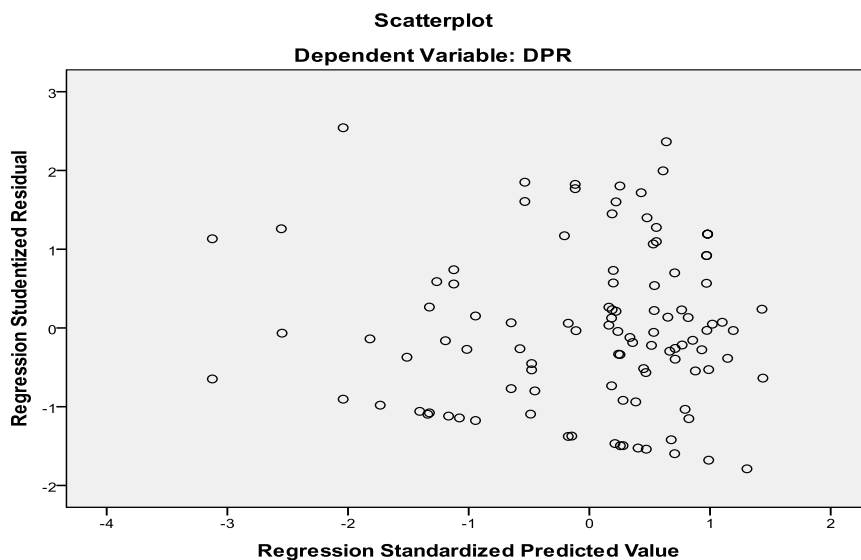
**Tabel 3 Hasil Uji Autokorelasi**

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

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.251	.063	.044	17.58453	2.007

**Sumber:** Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual pengamatan satu ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah saat *variance* dari residual pengamatan satu ke pengamatan yang lain tetap atau homoskedastisitas. Hasil uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi sebagaimana ditunjukkan Gambar 2 berikut.



**Gambar 2. Grafik Scatter Plot**

**Pengaruh Kepemilikan Saham Insider dan Kepemilikan Saham Institusional terhadap Kebijakan Dividen**

Rekapitulasi hasil perhitungan pengaruh kepemilikan saham *insider* (KSIN) dan kepemilikan saham institusional (KSIT) terhadap kebijakan dividen (DPR) sebelum dimasukkan struktur modal sebagai variabel kontrol dapat dilihat pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4. Rekapitulasi Perhitungan Pengaruh Kepemilikan Saham *Insider* dan Kepemilikan Saham Institusi terhadap Kebijakan Dividen

Variabel Dependen : *Dividend Payout Ratio* (DPR)

Variabel Independen: Kepemilikan Saham *Insider* (KSIN) dan Kepemilikan Saham Institusi (KSIT)

Sampel : 105 Observasi

Model Regressi :  $DPR = \alpha + \beta_1 KSIN + \beta_2 KSIT + e$

		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	32.953	6.941		4.748	.000
	KSIN	-1.754	.696	-.242	-2.518	.013
	KSIT	-.076	.097	-.075	-.783	.436
	R Multiple		0,251	F Hitung		3,417
	R Square		0,063	Probability		0,037
	R Adjusted		0,044			
	Standard error of the estimate		17,584			

**Sumber:** Hasil Penelitian dan Sudah Diolah.

Berdasarkan Tabel 4 di atas dapat dikemukakan bahwa Nilai konstanta ( $\alpha$ ) sebesar 32,953 artinya jika variabel kepemilikan saham *insider* (KSIN) dan kepemilikan saham institusi (KSIT) bernilai 0, maka *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 32,953 persen. Nilai koefisien regresi variabel kepemilikan saham *insider* (KSIN) sebesar - 1,754 dengan nilai t-statistik sebesar -2.518 dan *probability* adalah 0.013. Artinya, setiap peningkatan kepemilikan saham *insider* (KSIN) sebesar 1 persen maka akan mengakibatkan *dividend payout ratio* (DPR) turun sebesar 1,754 persen dengan asumsi kepemilikan saham institusi (KSIT) tidak berubah.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham *insider* (KSIN) terbukti mempunyai pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio* (DPR) pada perusahaan yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia. Oleh karenanya, hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982), Jensen *et al.*, (1992) dan Dewi (2008) yang menemukan bahwa kepemilikan saham *insider* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Semakin besar keterlibatan pemilik perusahaan dalam mengelola perusahaan akan mengarah kepada rasio pembayaran dividen yang semakin rendah. Manajer cenderung mengalokasikan keuntungan perusahaan pada laba ditahan daripada membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan alasan laba ditahan merupakan pendanaan internal yang lebih murah dalam membiayai peluang investasi perusahaan. Sedangkan pada kepemilikan saham *insider* yang rendah, perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi untuk memberi sinyal positif kepada investor mengenai kinerja perusahaan dimasa depan. Dari hasil analisis data ditunjukkan bahwa rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) perusahaan-perusahaan yang diamati adalah 24,68 persen. Artinya, sekitar 75,32 persen dari laba perusahaan dialokasikan sebagai laba ditahan. Artinya perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia cenderung menahan keuntungan yang diperolehnya. Laba ditahan ini merupakan sumber pendanaan internal yang paling efisien dan *low risk* untuk membiayai reinvestasi.

Selain hal tersebut di atas, hubungan negatif antara kepemilikan saham *insider* dengan pembayaran dividen dijelaskan melalui teori preferensi pajak. Pemegang saham memilih pembayaran dividen yang rendah untuk menghemat pembayaran pajak sebab pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak atas *capital gain*.

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Rozeff (1982) mengemukakan bahwa kepemilikan saham *insider* merupakan representasi dari kemakmuran *insider* tersebut. Pada perusahaan *go public* di Indonesia, struktur kepemilikannya lebih cenderung dikuasai oleh kepemilikan institusi. Kepemilikan saham *insider* secara rata-rata hanya memiliki saham kurang dari 2%. Sesuai dengan argumen Rozeff maka persentase ini mengindikasikan tingkat kemakmuran *insider* sangat rendah. Pembebanan pajak atas dividen akan dianggap turut mengurangi kemakmuran *insider*, sehingga preferensi *insider* akan mengarah kepada rasio pembayaran dividen yang rendah. Kepemilikan saham *insider* cenderung menahan laba perusahaan dalam bentuk laba ditahan untuk meningkatkan pertumbuhan di masa depan sehingga akan tercipta *capital gain*.

Variabel bebas yang kedua adalah kepemilikan saham institusi (KSIT). Nilai koefisien regresi variabel kepemilikan saham institusi (KSIT) sebesar - 0,076 dengan nilai t-statistik adalah -0,783 dan probabilitas sebesar 0,436. Artinya, setiap peningkatan kepemilikan saham institusi (KSIT) sebesar 1 persen mengakibatkan *dividend payout ratio* (DPR) turun sebesar 0,076 persen dengan probabilitas 0,436.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusi (KSIT) terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap *dividen payout ratio* (DPR) perusahaan namun secara statistik tidak berpengaruh signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham institusi maka semakin rendah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pribadi (2013), bahwa kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hubungan yang negatif antara kedua variabel ini dijelaskan melalui pendekatan ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information approach*). Kepemilikan saham institusi merupakan suatu mekanisme dalam mengurangi ketidakseimbangan informasi antara investor dengan manajemen melalui pengungkapan informasi di pasar modal. Sejalan dengan teori *signaling* yang dibangun berdasarkan kerangka informasi asimetris, dikatakan investor membutuhkan sarana atau alat untuk menilai kinerja perusahaan. Dipilihnya pembayaran dividen sebagai alat penilaian kinerja manajemen oleh investor mengakibatkan investor mengharapkan rasio pembayaran dividen yang tinggi sebagai kompensasi atas ketidakseimbangan informasi yang dimilikinya. Melalui keterlibatan investor institusi sebagai pemegang saham perusahaan akan menyamakan perolehan informasi antara manajemen dengan investor (*symmetric information*). Seiring dengan hal tersebut kepemilikan institusi mensubstitusi fungsi dividen dalam penilaian kinerja perusahaan sehingga preferensi investor terhadap dividen mengarah kepada rasio dividen yang semakin rendah.

Pengaruh tidak signifikan antara kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen diartikan bahwa peningkatan kepemilikan institusi tidak terlalu berarti dalam mempengaruhi penurunan pembayaran dividen perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Bursa Efek Indonesia. Meskipun rata-rata kepemilikan saham institusi lebih mendominasi dalam struktur kepemilikan saham pada perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia namun investor institusi tidak terlibat secara langsung dalam mengelola perusahaan. Jika kebijakan perusahaan tidak sejalan dengan apa yang diharapkan oleh investor institusi, mereka sewaktu-waktu dapat menjual kepemilikan sahamnya. Sehingga keputusan dari institusi tidak terlalu mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan hasil pengujian secara parsial, ditemukan bahwa variabel kepemilikan saham institusi memiliki *standar error* yang lebih tinggi dari nilai koefisien regresinya sehingga t hitung yang dihasilkan rendah.

Nilai koefisien determinasi (R Square) adalah 6,3 persen dengan nilai F-hitung sebesar 3,417 dan probabilitas sebesar 0,037. Artinya, secara bersama-sama bahwa kepemilikan saham *insider* (KSIN) dan kepemilikan saham institusional (KSIT) berpengaruh terhadap *dividen payout ratio* (DPR). Variasi kedua variabel tersebut mampu menjelaskan

variasi *dividen payout ratio* (DPR) sebesar 6,3 persen. Artinya, masih terdapat variabel lain yang perlu diperhatikan dalam menjelaskan kebijakan dividen di Bursa Efek Indonesia.

Melalui pengujian hipotesis secara simultan diperoleh hasil bahwa variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan saham *insider* dan kepemilikan saham institusi secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat, yaitu kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) dimana variabel kepemilikan saham manajerial/*insider* dan kepemilikan saham institusi secara bersama-sama mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan maka dibuat kesimpulan sebagai berikut: *Pertama*, kepemilikan saham *insider* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dimana setiap peningkatan kepemilikan saham *insider* sebesar 1 persen cenderung menurunkan rasio pembayaran dividen perusahaan sebesar 1,754 persen. *Kedua*, kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dimana setiap peningkatan kepemilikan saham institusi sebesar 1 persen cenderung menurunkan rasio pembayaran dividen perusahaan sebesar 0,076 persen. *Ketiga*, variasi kepemilikan saham *insider* dan kepemilikan saham institusi secara bersama-sama mempengaruhi kebijakan dividen sebesar 4,4 persen, sedangkan 95,6 persen lagi dijelaskan oleh faktor lain di luar model. *Keempat*, perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia cenderung menahan keuntungan yang diperolehnya untuk membiayai peluang investasi. Artinya, perusahaan-perusahaan yang telah *go public* di Indonesia cenderung meningkatkan pertumbuhannya dalam menghasilkan *capital gain*.

### Saran

Sesuai dengan kesimpulan diatas maka dikemukakan beberapa saran sebagai berikut: *Pertama*, perusahaan perlu mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan pemegang saham, karena tidak semua pemegang saham hanya menginginkan dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham. *Kedua*, dalam menilai kebijakan dividen perusahaan, investor perlu memperhatikan struktur kepemilikan saham dari perusahaan tersebut, karena penelitian ini telah membuktikan bahwa struktur kepemilikan saham mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Selain itu, investor dan calon investor disarankan untuk memperhatikan kebijakan-kebijakan perusahaan lainnya yang dapat mempengaruhi rasio pembayaran dividen. *Ketiga*, bagi peneliti berikutnya disarankan menambahkan variabel-variabel lain yang dianggap mempengaruhi kebijakan dividen karena nilai *adjusted R<sup>2</sup>* yang dihasilkan dalam penelitian ini rendah. Selain itu juga disarankan untuk menambah rentang waktu pengamatan agar mendapatkan hasil penelitian yang lebih baik.

## DAFTAR PUSTAKA

- Crutchley Claire E., Marlin R.H.J., John S. J, Jr., Jennie E. R. 1999. Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making: The role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. 177-197
- Dewi, Made Pratiwi. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan Terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Denpasar: Progam Pascasarjana Universitas Udayana.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 10 No. 1; 47-58.
- Endraswati, Hikmah. 2012. Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan di BEI. *Jurnal STAIN Salatiga*.
- Ghozali, Imam. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi 3. Badan Penerbit Undip.
- Harahsheh, Khaled Al. 2013. The Effect of Ownership Structure on Dividends Policy in Jordanian Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol. 4, No. 9; 770-791.
- Harjito, D. Agus, Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*. Volume 10 No. 2; 121 - 136.
- Jensen, Gerald. R., Donald P. Solberg, Thomas S. Zorn. 1992. Simultaneous Determinants of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies . *Journal Quantitative Analysis*. Vol. 27 No. 2; 247-263.
- Jensen, Michael C., William H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.
- Mulyono, Budi. 2009. Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Semarang: Program Pascasarjana Universitas diponegoro
- Nachrowi, Nachrowi D, M. Phil, Hardius Usman. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 2, No. 2; 103-123.
- Pribadi, Annisa Indah. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Bank Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Bandung: Program Sarjana Universitas Pendidikan Indonesia.
- Rachmad, Anggie Noor. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan Return On Asset (ROA) Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Skripsi*. Semarang: Program Sarjana Universitas Diponegoro.
- Rozeff, Michael, S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*. Vol. 5 No. 3; 249-259.

- Sulistyowati, I., R. Anggraini, dan T.H. Utaminingtyas. 2010. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto.
- Wahidahwati. 2002. Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. Jurnal Riset Akuntansi Indonesia. Vol.5; 1 - 16
- Weston, J. F., Eugene F. Brigham. 1986. *Manajemen Keuangan Jilid 2*. Edisi Ketujuh. Jakarta: Erlangga