

PENGARUH PORSI HUTANG, KESEMPATAN INVESTASI, DAN KEPEMILIKAN KELUARGA TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Muhammad Nastain

Program Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia
muhammadnastain86@gmail.com

Zaenal Arifin

Program Magister Manajemen Universitas Islam Indonesia
zaenalarifin.fe@uii.ac.id

Abstract

The objectives of this study are to determine the factors that influence a company's dividend policy. Previous research showed inconclusive results related to factors affecting the dividend so that this research wants to study more, specifically associated with the portion of the debt, investment opportunities, and family ownership. By using a sample of go public companies in Indonesia Stock Exchange which pay dividends in a row from 2010-2013 year, the study found the following results. The portion of the debt proved significant negative effect on the amount of dividend, investment opportunities are also significant negative effect on dividend as proposed in the hypothesis. But family ownership did not affect dividend policy. Thus no effort of the family that controls the the going public companies to control dividend policy. The study also found that the profitability has positive effect on the dividend policy as the existing theories.

Keywords: Dividend Policy, Family Ownership, Debt Ratio, Investment Opportunity, Profitability

PENDAHULUAN

Tujuan investor membeli saham suatu perusahaan adalah untuk meningkatkan kemakmuran dengan memperoleh pendapatan, baik berupa dividen maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya. Manajer sebagai agen pengelola perusahaan diharapkan mampu menghasilkan keuntungan yang akhirnya dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Menurut Deitiana (2009), investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil atau cenderung naik dari waktu ke waktu karena dengan stabilitas dividen tersebut dapat mengurangi unsur ketidakpastian dalam investasi.

Kebijakan dividen mempunyai dampak yang sangat baik bagi para investor maupun bagi perusahaan. Para investor mengharapkan *return* dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Di sisi lain, pihak perusahaan juga menginginkan pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan perusahaan sangat diperlukan dalam melakukan pembagian dividen. Menurut Damayanti dan Achyani (2006), dividen yang diterima pada saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang. Investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividen daripada *capital gain*.

Dalam prakteknya, kebijakan dividen setiap perusahaan berbeda-beda. Hal ini terjadi karena faktor prioritas yang dipertimbangkan pada setiap perusahaan berbeda-beda. Kebijakan dividen suatu perusahaan tergambar pada *Dividend Payout Ratio (DPR)*nya, yaitu merupakan persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Pertimbangan mengenai *DPR* ini sangat berkaitan dengan kinerja keuangan perusahaan. Menurut Marlina dan Danica (2009), bila kinerja keuangan perusahaan bagus maka perusahaan tersebut akan mampu menetapkan *DPR* yang besar.

Ada sejumlah faktor yang mempengaruhi besar kecilnya *DPR*. Hasil penelitian Marlina dan Danica (2009) menunjukkan bahwa *cash position* dan Return on Asset berpengaruh signifikan terhadap *DPR*. Sedangkan hasil penelitian Hadiwidjaja dan Triani (2009) menunjukkan bahwa Return on Investment mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *DPR*. Hasil penelitian Bangun dan Hardiman (2012) menunjukkan bahwa *ROA*, *Cash position* mempunyai pengaruh signifikan terhadap *DPR*. Sedangkan hasil penelitian Deitiana (2009) menunjukkan bahwa *EPS* dan *PER* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *DPR* dan Rosdini (2009) menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh terhadap *DPR*. Penelitian terbaru yang dilakukan oleh Farzanfar et, al (2013) menunjukkan bahwa *Size*, *Fixed Assets Ratio*, dan *Growth Average* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *DPR*. Selain itu Marrietta dan

Sampurno (2013) ROA, *Size*, dan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Hasil-hasil penelitian sebelumnya seperti diuraikan di atas nampak masih terdapat hasil yang belum konklusif. Penelitian ini akan menguji kembali faktor-faktor yang mempengaruhi terhadap kebijakan dividen. Mengingat kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berkaitan dengan kepentingan manajer dengan kepentingan para pemegang saham, sehingga dapat mengurangi biaya agensi yang timbul dari masalah keagenan, maka peneliti mencoba untuk melakukan penelitian terhadap faktor agensi yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu kepemilikan keluarga. Karena faktor yang mempengaruhi dividen cukup banyak maka selain kepemilikan keluarga penelitian ini juga memasukkan faktor penting yaitu porsi hutang (struktur modal) dan kesempatan investasi (*Investment Opportunity Sets*). Sementara profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat pertumbuhan aset dijadikan sebagai variabel pengontrol.

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kebijakan Dividen

Menurut Riyanto (2001), terdapat empat kebijakan dalam menentukan dividen perusahaan, yaitu :

a. Kebijakan dividen yang stabil

Banyak perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya relative tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi. Dividen yang stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian apabila ternyata pendapatan perusahaan meningkat dan kenaikan pendapatan tersebut nampak mantab dan relative permanen, barulah besarnya dividen per lembar saham dinaikkan. Dividen yang sudah dinaikkan ini akan dipertahankan untuk jangka waktu relatif panjang.

b. Kebijakan dividen minimal plus ekstra

Kebijakan menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah minimal tersebut. Bagi pemodal ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan keuangan perusahaan agak memburuk. Kalau keadaan keuangan memburuk lagi maka yang dibayarkan hanya dividen yang minimal saja.

c. Kebijakan dividend payout ratio yang konstan.

Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *dividend payout ratio* yang konstan misalnya 50%. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuangan netto yang diperoleh setiap tahunnya.

d. Kebijakan dividen yang fleksibel

Cara penetapan *dividend payout ratio* yang keempat adalah penetapan *dividend payout ratio* yang fleksibel, yang besarnya setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan dari perusahaan yang bersangkutan.

Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.

Berbagai macam faktor dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen. Terdapat suatu keadaan dimana dividen tinggi disukai investor dan ada pula yang berpendapat bahwa dividen yang rendah adalah yang disukai investor. Faktor-faktor seperti pajak, inflasi, biaya transaksi, dan preferensi pribadi membuat pertanyaan tentang bernilai atau tidaknya dividen menjadi tidak mutlak. Adanya dampak dari efek klien dan isi informasi dari dividen memberikan kerangka untuk analisa pentingnya dividen yang dapat digunakan untuk menjawab pertanyaan tentang nilai dividen dalam situasi tertentu

Menurut Brigham dan Houston (2001), faktor-faktor yang dapat mempengaruhi perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen:

a. Peraturan Hukum

Peraturan hukum menentukan bahwa dividend harus dibayar dari keuntungan, baik keuntungan tahun yang sedang berjalan maupun tahun-tahun yang silam, seperti diperlihatkan didalam neraca sebagai "laba yang ditahan". Undang-undang menekankan pada tiga peraturan: (1) peraturan mengenai laba bersih, (2) peraturan mengenai tindakan yang merugikan modal, (3) peraturan mengenai tak mampu bayar.

b. Posisi Likuiditas

Laba yang ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk harta yang diperlukan untuk menjalankan usaha. Laba yang ditahan dari tahun-tahun dahulu sudah diinvestasikan dalam bentuk mesin dan peralatan. bahan persediaan dan barang-barang lainnya, bukan disimpan dalam bentuk uang tunai. Oleh karena itu suatu perusahaan yang keuntungannya luar biasa mungkin saja tidak dapat membayarkan dividend karena keadaan likuiditasnya. Perusahaan yang sedang tumbuh, malah yang keuntungannya amat besar, biasanya betul-betul kekurangan dana. Dalam situasi itu mungkin perusahaan

memutuskan untuk tidak membayarkan dividend dalam bentuk uang tunai.

c. Perlunya membayar kembali pinjaman

Jika perusahaan telah membuat pinjaman untuk memperluas usaha atau untuk pembiayaan lainnya maka ada dua jalan yang dapat dipilih, perusahaan dapat melunasi pinjamannya pada saat jatuh tempo dengan jalan menggantinya dengan surat berharga lainnya atau perusahaan dapat menyisihkan cadangan-cadangan untuk melunasi pinjaman itu nantinya. Jika diputuskan bahwa pinjaman itu akan dilunasi maka biasanya harus ada laba yang ditahan.

d. Keterbatasan karena kontrak pinjaman

Kontrak pinjaman, apalagi jika menyangkut pinjaman jangka panjang seringkali membatasi kemampuan sesuatu perusahaan untuk membayar dividend tunai. Pembatasan-pembatasan itu yang dimaksudkan untuk melindungi para kreditur biasanya menyatakan bahwa: (1) dividend yang akan datang hanya boleh dibayar dari keuntungan yang diperoleh sesudah ditandatangani kontrak pinjaman itu (artinya tidak boleh dibayarkan dari laba sebelumnya yang ditahan), dan (2) bahwa dividend tidak boleh dibayarkan jika modal kerja bersih jumlahnya lebih kecil dari suatu jumlah tertentu. Begitu pula persetujuan mengenai saham preferensi biasanya menyatakan bahwa dividend atas saham biasa tidak boleh dibayarkan sebelum semua dividend preferen selesai dibayar.

e. Tingkat perluasan asset

Semakin cepat tumbuhnya asset semakin besar kebutuhannya untuk membiayai untuk membiayai pengembangan asset-asset perusahaan. Semakin banyak dana yang dibutuhkan kemudian hari, semakin banyak keuntungan yang harus ditahan dan bukan untuk dibayarkan.

f. Tingkat keuntungan

Tingkat keuntungan harta akan menentukan manakah yang relatif lebih menarik, membagikan keuntungan dalam bentuk dividend kepada para pemegang saham (yang akan menggunakannya di perusahaan lain) atau tetap menggunakannya di dalam perusahaan itu.

g. Stabilitas keuntungan

Perusahaan yang keuntungannya relatif stabil seringkali dapat memperkirakan bagaimana keuntungannya dikemudian hari. Maka perusahaan seperti itu kemungkinan besar akan membagikan keuntungannya dalam bentuk dividend dengan presentase yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang keuntungannya berfluktuasi.

h. Pintu Pasar Modal

Perusahaan besar yang sudah mantap dengan profitabilitas yang tinggi dan keuntungannya stabil dengan mudah dapat masuk ke pasar modal atau memperoleh macam-macam dana dari luar untuk pembiayaannya. Sebaliknya perusahaan kecil, kemampuannya untuk meningkatkan modal atau untuk memperoleh pinjaman dari pasar modal sangat terbatas dan untuk membiayai operasionalnya maka perusahaan harus menahan laba lebih banyak.

i. Kontrol

Salah satu variabel penting lainnya adalah akibat dari masing-masing sumber pembiayaan terhadap situasi kontrol di perusahaan. Sesuai dengan kebijakan perusahaan, beberapa perusahaan hanya memperluas uasahnya sebesar keuntungan intern yang mereka peroleh. Kebijakan ini didasarkan atas pertimbangan bahwa menambah modal dengan menjual lagi saham-saham biasa akan mengurangi kekuasaan pengawasan atas perusahaan itu oleh golongan pemegang saham yang kini sedang berkuasa. Selain itu penjualan saham tambahan akan memperbesar risikonya berfluktuasinya keuntungan bagi para pemegang saham saat ini. Dengan mengandalkan pembiayaan dari dalam saja supaya kekuasaan kontrol tidak berkurang maka jumlah yang dibayarkan untuk dividend dapat ditekan.

Pengembangan Hipotesis

a. Pengaruh Porsi Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Struktur modal menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Struktur modal menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio*. *Debt to Equity Ratio* (DER) menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividend (Riyanto, 2001).

Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri

yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Kreditor memiliki hak prioritas untuk didahulukan dalam pembayaran bunga, sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividennya. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambil dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Peningkatan hutang ini akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen.

Semakin besar *Debt to Equity Ratio* menunjukkan semakin besar kewajiban perusahaan kepada kreditor dan rasio *Debt to Equity Ratio* yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Kreditor memiliki hak prioritas untuk didahulukan dalam pembayaran bunga, sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividennya. Hasil penelitian Marlina dan Danica (2009), penelitian Bangun dan Hardiman (2012), Gill (2010) serta penelitian Deitiana (2009) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian Marrietta dan Sampurno (2013) serta penelitian Koloukhi (2013) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

H1 : Porsi Hutang berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

b. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Profitabilitas perusahaan memberikan informasi kepada investor mengenai efektivitas operasional perusahaan. Kemampuan perusahaan menghasilkan laba di masa yang akan datang ditunjukkan dengan profitabilitas perusahaan yang tinggi. Pengukuran profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan NPM (*Net Profit Margin*). *Net Profit Margin* (NPM) yang tinggi memberikan sinyal akan keberhasilan perusahaan dalam mengemban misi dari

pemilikinya. Perusahaan yang mampu menghasilkan keuntungan akan mempengaruhi investor maupun calon investor untuk melakukan investasi. Investor akan bersedia membeli saham dengan harga lebih tinggi apabila memperkirakan *tingkat Net Profit Margin* (NPM) perusahaan naik, dan sebaliknya investor tidak bersedia membeli saham dengan harga tinggi apabila nilai *Net Profit Margin* (NPM) perusahaan rendah.

Net Profit Margin (NPM) perusahaan yang meningkat akan menyebabkan investor memburu suatu saham perusahaan (Ang, 1997). Dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *Dividend Payout Ratio*.

Damayanti dan Achyani (2006) menyatakan bahwa besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besarnya dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Hasil penelitian Hadiwidjaja dan Triani (2009) serta penelitian Deitiana (2009) menunjukkan bahwa Profitabilitas (*Net Profit Margin*) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian Suharli (2007) serta penelitian Gill (2010) menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

c. Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen

Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* dikenalkan pertama kali oleh Myers pada tahun 1997. Set kesempatan investasi menurut Myers adalah kombinasi antara aktiva yang dimiliki perusahaan (*assets in place*) dan pemilihan investasi pada masa yang akan datang dengan *net present value* (NPV) yang positif. Set kesempatan investasi dapat meliputi pengeluaran modal untuk pengenalan produk baru atau untuk memperluas jangkauan pasar produk yang ada, alternatif pengeluaran untuk menekan biaya restrukturisasi perusahaan serta pilihan kebijakan akuntansi yang menguntungkan. Lebih lanjut Myers

menyatakan bahwa semua biaya variabel adalah bagian dari set kesempatan investasi. Sementara, menurut Gaver dan Gaver, set kesempatan investasi adalah nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran di masa depan yang ditetapkan oleh manajemen. Pada saat ini dikenal sebagai alternatif investasi yang *expected return*-nya lebih besar.

Set kesempatan investasi lebih ditekankan pada opsi investasi di masa depan. Opsi investasi di masa depan dapat diperoleh jika perusahaan memiliki proyek dengan *net present value* yang positif (Isnaeni 2005). Perlu diketahui bahwa set kesempatan investasi bukan merupakan pertumbuhan riil yang dicapai perusahaan saat ini, melainkan kesempatan perusahaan untuk tumbuh di masa mendatang. Sehingga ukuran set kesempatan investasi secara esensi selain dikaitkan dengan diperolehnya proyek yang menguntungkan, ternyata dapat dikaitkan dengan investasi perusahaan terutama pada *research and development* atau aktiva tetap pada suatu perusahaan. Dengan melakukan investasi pada *research and development* dan aktiva tetap, kemungkinan perusahaan akan menikmati pertumbuhan riil di masa mendatang.

Ragam pengukuran set kesempatan investasi diantaranya dapat menggunakan faktor tunggal atau dengan menggunakan kombinasi beberapa faktor. Apabila ukuran data-data pasar modal dijadikan sebagai masukan pengukuran set kesempatan investasi, maka pengukuran set kesempatan investasi dapat menggunakan ukuran harga saham dan *market value of equity* sebagai proksi dari set kesempatan investasi. Selain itu, set kesempatan investasi dapat diamati dari pertumbuhan nilai buku perusahaan di masa mendatang, sehingga nilai perusahaan di masa mendatang akan tercermin dari harga saham, karena harga saham mencerminkan present value dari arus kas di masa mendatang yang akan diterima investor.

Semakin besar kesempatan investasi, maka dividen yang dapat dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV positif. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator peningkatan nilai perusahaan. Menurut Embara (2012) menyatakan bahwa terdapat hubungan berkebalikan antara kebijakan pembayaran dividen dan set kesempatan investasi. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan cenderung menahan labanya untuk pembiayaan investasi tersebut, sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham

menjadi lebih kecil. Hasil penelitian Bangun dan Hardiman (2012), penelitian Embara (2012) serta penelitian Marpaung dan Hadianto (2009) menunjukkan bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Namun hasil penelitian Souza dan Saxena (1999) menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

H3: Kesempatan Investasi berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

d. Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen

Lucyanda dan Lilyana (2011) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dijalankan oleh penerus dari orang yang sebelumnya bertanggung jawab terhadap perusahaan atau oleh keluarga yang secara jelas berada dalam proses untuk menyerahkan kendali perusahaan kepada penerusnya. Arifin (2003) mendefinisikan keluarga sebagai semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat, yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik. Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia. Pola kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi dan pemilik utama (*ultimate control*) yang dominan menyebabkan kebijakan pembagian dividen diarahkan agar tidak memberatkan keluarga (Arifin, 2003).

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali mempunyai hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi dan komisaris dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga direksi dan komisaris perusahaan tersebut diduduki oleh anggota keluarga tersebut. Berdasarkan teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebut dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal tersebut akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung melakukan peningkatan dividen untuk mengurangi masalah keagenan tersebut (Arifin, 2003). Hasil penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) serta penelitian Prasetyo (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, namun hasil penelitian Sugiarto (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan keluarga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio*).

H4: Kepemilikan Keluarga berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi penelitian ini adalah perusahaan go publik. Sampel penelitian adalah perusahaan go public tahun 2010-2013 dengan syarat bahwa perusahaan membagikan dividen selama periode tersebut. Ada 78 perusahaan yang membagikan dividen secara berturut-turut sehingga total data adalah 312 data perusahaan.

Ukuran variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut. Variabel dependen adalah Kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio*. Variabel independen meliputi Porsi Hutang diukur dengan *Debt to Equity Ratio*, Profitabilitas diukur dengan Net Profit Margin, Kesempatan Investasi diukur dengan *Market Value to Book Value of Asset Ratio (MVABVA)*, dan kepemilikan Keluarga (FAM) didefinisikan sebagai kepemilikan dari individu dan kepemilikan dari perusahaan tertutup, yang bukan perusahaan publik, negara, ataupun institusi keuangan. Kepemilikan keluarga merupakan variable dummy, dengan ketentuan bahwa nilainya 1 jika perusahaan dimiliki keluarga dengan tingkat kepemilikan 20% atau lebih dan 0 untuk perusahaan lainnya. Sementara itu variabel kontrol yang digunakan adalah Ukuran Perusahaan diukur dengan logaritma Total Asset dan Tingkat Pertumbuhan Asset diukur dengan tingkat pertumbuhan total asset,

HASIL DAN PEMBAHASAN

a. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Statistik deskriptif variabel berfungsi untuk mengetahui karakteristik dari variabel yang digunakan. Dalam hal ini meliputi nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata (*mean*), dan standar deviasi. Tabel 1 memperlihatkan statistik deskriptif variabel sampel yang diteliti.

Tabel 1
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
DER	312	.1082	3.4028	.910045	.6340847
NPM	312	.0104	.6789	.139524	.1070184
UP	312	25.0825	32.9970	28.970737	1.6100366
TP	312	-.1992	2.0072	.198922	.2154627
IOS	312	-2.6943	26.7898	2.523425	3.0151505
DPR	312	.0045	.9091	.280480	.1707571
Valid N (listwise)	312				

Berdasarkan Tabel 1 maka diketahui nilai rata-rata struktur modal adalah 0.910045 sehingga dapat disimpulkan bahwa secara umum total hutang perusahaan lebih kecil dari pada nilai ekuitasnya. Profitabilitas memiliki rata-rata 0.139, sebuah angka yang relatif moderat, tidak terlalu rendah dan tidak terlalu tinggi. Tingkat pertumbuhan rata-ratanya 0.198 sehingga dapat disimpulkan bahwa secara umum perusahaan mengalami pertumbuhan. Kesempatan investasi memiliki nilai rata-rata sebesar 2.52 yang menunjukkan adanya peluang investasi. Sementara itu nilai rata-rata dividend payout ratio adalah 0.280; merupakan nilai yang cukup moderat. Proporsi perusahaan yang dimiliki keluarga adalah sebanyak 117 perusahaan atau 37,5% dari total sampel sebagaimana nampak pada tabel 2 di bawah ini.

Tabel 2 Proporsi Kepemilikan Keluarga

	Freq	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Non Kepemilikan Keluarga	195	62.5	62.5	62.5
Valid Kepemilikan Keluarga	117	37.5	37.5	100.0
Total	312	100.0	100.0	

b. HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Hipotesis penelitian ini diuji dengan persamaan regresi. Persamaan ini terlebih dahulu diuji dengan uji asumsi klasik. Hasilnya menunjukkan bahwa persamaan regresi tidak mengalami masalah multikolinearitas, autokorelasi, maupun heteroskedastisitas. Dengan demikian persamaan regresi dapat digunakan untuk menguji pengaruh

dengan baik. Hasil persamaan regresi untuk menguji hipotesis nampak di tabel 3 di bawah ini.

Tabel 3 Hasil Pengujian Hipotesis

Model	Unstandardized Coefficients		Stand Coeff	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.062	.176		.256	.798
DER	-.004	.016	-.176	-3.170	.002
NPM	.055	.065	.043	2.737	.042
1 UP	.012	.006	.106	1.934	.054
TP	-.057	.045	-.072	-1.257	.210
IOS	-.384	.057	-.337	-6.758	.000
FAM	-.006	.021	-.016	-.272	.786

a. Dependent Variable: DPR

Bedasarkan persamaan regresi di atas dapat diketahui bahwa porsi hutang berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh signifikan positif, ukuran perusahaan berpengaruh positif, tingkat pertumbuhan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kesempatan investasi berpengaruh negatif, dan kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

c. Pembahasan

Pengaruh Porsi Hutang terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian parsial terhadap variabel porsi hutang berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Marrietta dan Sampurno (2013) serta penelitian Koloukhi (2013) bahwa Semakin besar *Debt to Equity Ratio* menunjukkan semakin besar kewajiban perusahaan kepada kreditur dan rasio *Debt to Equity Ratio* yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Kreditur memiliki hak prioritas untuk didahulukan dalam pembayaran bunga, sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividennya.

Struktur modal menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya. Struktur modal menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio*. *Debt to Equity Ratio* (DER)

menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen (Riyanto, 2001).

Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Kreditur memiliki hak prioritas untuk didahulukan dalam pembayaran bunga, sehingga mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividennya. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambil dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Peningkatan hutang ini akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen.

Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian secara parsial terhadap variabel Profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan dan mempunyai hubungan arah yang positif terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian (Suharli (2007) serta penelitian Gill (2010) yang menyatakan tingkat profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan dan dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Oleh karena itu dividen yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. Tingkat profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan dan dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh

keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Oleh karena itu dividen yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. Damayanti dan Achyani (2006) menyatakan bahwa besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besarnya dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya.

Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian secara parsial terhadap variabel Kesempatan Investasi mempunyai pengaruh signifikan dan mempunyai hubungan arah yang negative terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan Souza dan Saxena (1999) yang menyatakan semakin besar kesempatan investasi, maka dividen yang dapat dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV positif. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator peningkatan nilai perusahaan. Menurut Embara (2012) menyatakan bahwa terdapat hubungan berkebalikan antara kebijakan pembayaran dividen dan set kesempatan investasi. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan cenderung menahan labanya untuk pembiayaan investasi tersebut, sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham menjadi lebih kecil.

Ragam pengukuran set kesempatan investasi diantaranya dapat menggunakan faktor tunggal atau dengan menggunakan kombinasi beberapa faktor. Apabila ukuran data-data pasar modal dijadikan sebagai masukan pengukuran set kesempatan investasi, maka pengukuran set kesempatan investasi dapat menggunakan ukuran harga saham dan *market value of equity* sebagai proksi dari set kesempatan investasi. Selain itu, set kesempatan investasi dapat diamati dari pertumbuhan nilai buku perusahaan di masa mendatang, sehingga nilai perusahaan di masa mendatang akan tercermin dari harga saham, karena harga saham mencerminkan present value dari arus kas di masa mendatang yang akan diterima investor.

Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian parsial terhadap variabel kepemilikan keluarga tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) serta penelitian Prasetyo (2009). Perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali mempunyai hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi dan komisaris dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga direksi dan komisaris perusahaan tersebut diduduki oleh anggota keluarga tersebut. Berdasarkan teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebut dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal tersebut akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung melakukan peningkatan dividen untuk mengurangi masalah keagenan tersebut (Arifin, 2003).

Kepemilikan keluarga tidak mempengaruhi pembagian dividen. Hal ini disebabkan karena pada penelitian ini kepemilikan keluarga hanya menggunakan variabel *dummy* dan tidak dibedakan berdasarkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi. Lucyanda dan Lilyana (2012) menyatakan bahwa terdapat perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang porsi kepemilikannya mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi.

Bagian ini menyajikan hasil penelitian dan pembahasan hasil penelitian. Berbagai implikasi baik teoritis maupun praktis hendaknya disampaikan di sini.

Tabel yang diperkirakan membutuhkan ruang lebih besar bias disajikan dalam bentuk portrait, atau disajikan pada halaman tersendiri. Tabel juga sebaiknya tidak terputus pada sebuah halaman kemudian bersambung di halaman berikutnya. Demikian pula, penjelasan atas tabel diusahakan untuk berada pada halaman yang sama dengan halaman dimana tabel disajikan.

KESIMPULAN

Dari empat hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini tiga hipotesis didukung oleh data di lapangan yaitu hipotesis pertama, kedua, dan ketiga. Struktur modal terbukti mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Dengan demikian teori yang

dikemukakan Riyanto (2001) terbukti. Bahwa semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen. Profitabilitas mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen terbukti. Dengan demikian teori yang dikemukakan Gill (2010) terbukti. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besarnya dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Kesempatan investasi mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen terbukti. Dengan demikian teori yang dikemukakan Embara (2012) terbukti. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan cenderung menahan labanya untuk pembiayaan investasi tersebut, sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham menjadi lebih kecil. Sementara itu Kepemilikan keluarga tidak terbukti mempunyai pengaruh terhadap Kebijakan Dividen. Dengan demikian teori yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976) tidak terbukti. Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga tersebut dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal tersebut akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah penentuan kepemilikan keluarga yang hanya menggunakan variabel *dummy* dan tanpa mempertimbangkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi. Untuk penelitian selanjutnya mengukur kepemilikan keluarga dengan persentase kepemilikan dan mempertimbangkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi dalam penentuan kepemilikan keluarga. Memperluas penelitian dengan cara memperpanjang periode penelitian dengan menambah periode tahun amatan dan juga memperbanyak jumlah sampel untuk penelitian yang akan datang supaya hasil yang didapatkan akan lebih signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft
- Arifin, Z. 2003. "Efektifitas Mekanisme Bonding Dividend dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Siasat Bisnis*. No. 8. Vol.1
- Bangun, Nurainun dan Stefanus Hardiman. 2012. Analisis Pengaruh Profitabilitas, Cash Position, Debt to Equity Ratio, dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI pada Tahun 2008-2010. *Journal of Capital Market and Banking* Vol 1 NO 2, Agustus
- Brigham, Eugene F dan F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*, dialih bahasakan oleh Dodo Suharto dan Hermawan Wibowo Buku Satu. Edisi Kedelapan. Jakarta, Erlangga
- Damayanti, Susana dan Fatchan Achyani. 2006. Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividend Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* Vol 5 No 1 April 2006. Universitas Muhammadiyah Surakarta
- Deitiana, Tita. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol 11 No1
- Embara, 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, 119 No. 2 Agustus
- Farzanfar, et al. 2013. Dividend Policy from the Signaling Perspective and its Effects on Information Asymmetry Among Investors. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 4. No 12
- Gill. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*. Vol 3
- Hadiwidjaja, Dwiyan Rini dan Triani, Lely Fera. 2009. Pengaruh Profitabilitas terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Organisasi dan Manajemen* Vol 5 No 2 Maret 2009

- Isnaeni Rohayati. 2005. Analisis Hubungan Investment Opportunity Set (IOS) dengan Realisasi Pertumbuhan serta Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh terhadap Kebijakan Pendanaan dan Dividen di Bursa Efek Jakarta. *SMART*. Vol. 1. No. 2
- Jensen, G.R, Solberg & Meckling. 1976. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Quantitative Analysis*. Vol 27 No 2
- Koloukhi. 2013. The Relationship Between Dividend Payouts Ratio and Future Earnings Growth, A Case of Listed Company in Iran Market. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 5. No 4
- Lucyanda dan Lilyana. 2012. *Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol.4, No.2, September 2012, pp: 129-128.
- Marietta & Sampurno. 2013. Analisis Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Firm Size, Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio : (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011). *Diponegoro Journal of Management*. Vol 2 No 3.
- Marlina, Lisa dan Clara Danica. 2009. Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio, dan ROA Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol 2 No 1 Januari 2009
- Marpaung, Elyzabet Indrawati & Bram Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. Vol 1. No 1
- Prasetyo, A. 2009. "Corporate Governance, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2007". Tesis Universitas Indonesia Tidak Dipublikasikan.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPF
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper In Accounting Finance*, October 2009
- Souza, J., dan Saxena, A.K. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities, and Dividend Policy – An International Perspective, *Managerial Finance*, 25 (6)
- Sugiarto. 2008. "Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keluarga yang dikontrol Keluarga". *Akuntabilitas*. Maret 2008.
- Suharli, M..2007. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (1)