

PENGARUH BIAYA KEAGENAN DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN (Pada Perusahaan LQ-45 Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia)

Eny Lestari Widarni^{*)}

ABSTRACT

Target of this research is to determine relation among expense of agent, and opportunity of invesment with policy of dividend related to policy of dividend and expected by this research can give contribution to science in the field of accountancy, specially variables related to ratio payout dividend. Population in this research is all noted company at index of LQ-45 in Stock Exchange Indonesia, used by analysis is regresi. Result of research is the expense of agent do not have an effect on to policy of dividend, while opportunity of invesment give influence to policy of dividend.

Keyword : expense of agent, opportunity of invesment and policy of dividend

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam kehidupan ekonomi suatu negara, peranan tersebut mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara lain. Pasar modal Indonesia diakui mempunyai peran strategis dalam pembangunan ekonomi nasional. Peran utama pasar modal adalah menjadi lembaga yang melakukan pemupukan modal dan mobilisasi dana secara produktif.

Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan, misalnya pemegang surat berharga akan menerima dividen dan *capital gains* (Machfoedz & Na'im, 1996). Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen atau keputusan mengenai besarnya bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai *retained earnings* (Levy & Sarnat, 1990). Perbandingan antara dividen dan keuntungan merupakan rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*).

Pertimbangan kebijakan dividen dapat ditinjau dari *behavioral science* (walaupun aspek kuantitatif keuangan lebih ditonjolkan) karena adanya dampak dari perilaku manajemen dan pemegang saham yang mempengaruhi keputusan tersebut (Mahadwartha, 2002). Perilaku manajemen dan pemegang saham merupakan suatu hubungan atau kontrak antara *principal* selaku pemilik atau pemegang saham dan *agent* selaku manajer. *Principal* termotivasi mengadakan kontrak untuk menyejahterakan dirinya dengan profitabilitas yang selalu meningkat, sedangkan *agent* termotivasi untuk memaksimalkan pemenuhan-pemenuhan ekonomi dan psikologisnya.

Dividen didasarnya atas laba yang dihasilkan perusahaan, dengan kata lain dividen dibayarkan kepada pemegang saham jika perusahaan memperoleh laba pada tahun yang bersangkutan. Namun indikasi kebijakan dividen untuk menentukan *dividend payout-nya* dapat dihubungkan dengan *aspek behavioral*, dimana keputusan ini syarat dengan berbagai pertimbangan yang akan dilakukan oleh pihak

manajemen. Salah satu hal yang paling mendasar bahwa kebijakan manajemen meningkatkan dividen hanya dilakukan bila mereka memiliki keyakinan akan dapat menjaga stabilitas dividen pada masa yang akan datang agar tetap *sticky*.

Kebijakan dividen terkait juga dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bias berbeda dan mungkin bias menimbulkan suatu konflik, misalnya manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar. Konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan (Easterbrook, 1984).

Kebijakan dividen terkait juga dengan kesempatan investasi, apabila kesempatan investasi menjanjikan hasil pengembalian yang lebih besar daripada pengembalian yang disyaratkan, para pemegang saham akan lebih senang jika perusahaan menahan laba. Sebaliknya jika hasil pengembalian lebih kecil daripada yang disyaratkan, mereka akan lebih suka jika dividen dibagikan. Rozef (1982) dalam penelitiannya menyimpulkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan *dividend payout ratio*.

Tujuan penelitian ini adalah untuk menentukan hubungan antara biaya keagenan, dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen yang berkaitan dengan kebijakan dividen dan diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan

dalam bidang akuntansi, khususnya mengenai variabel-variabel yang berhubungan dengan *dividend payout ratio*.

Konsekuensi Kebijakan Dividen

Perusahaan selain diperhadapkan pada keputusan investasi dan pembelanjaan jangka panjang, juga diperhadapkan pada masalah keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada pemegang sahamnya. Ketiga keputusan ini (kombinasinya) akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, yang mencerminkan dari sahamnya (Husnan, 1993). Keputusan dividen pada hakekatnya menentukan berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham, dan berapa banyak yang akan ditahan.

Menurut Rozeff dalam sudarma (2003) mengungkapkan bahwa tidak ada kebijakan dividen yang terbaik untuk suatu perusahaan yang dinyatakan. Berdasarkan hal ini, Roseff mempertimbangkan dua hal yang paling mendasar yaitu: *pertama* logika pasar sempurna, dengan asumsi tidak ada biaya untuk pembelian atau pengeluaran *securities*, tidak ada pajak, tidak ada efek informasi dividen, dan tidak ada konflik kepentingan antara *manager* perusahaan dengan *security holder-maintain* bahwa suatu kebijakan dividen tidak semestinya mempengaruhi nilai pasar. *Kedua*, bukti menyatakan bahwa logika ini dapat diperluas pada dunia nyata dengan menunjukkan tinggi dan rendahnya dividen dibursa belum menyajikan investor dengan pengembalian yang berbeda.

Senada dengan pernyataan Rozeff, maka Husnan (1993) mengemukakan bahwa dalam kondisi pasar modal yang sempurna dimana ditunjukkan bahwa kebijakan dividen ternyata tidak relevan. Dengan kata lain apapun kebijakan dividen, berapapun dividen yang akan dibagikan dan akan ditahan, ternyata tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham (tidak mempengaruhi harga saham). Sedangkan kebijakan dividen dalam pasar yang tidak sempurna dimana akan terlihat pengaruh-pengaruh berbagai faktor yang menyebabkan kebijakan dividen menjadi relevan.

Berdasarkan *dividend signaling theory*, peningkatan dividen memberi signal positif mengenai peningkatan aliran kas (*cash flow*) dimasa mendatang (Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Informasi ini digunakan oleh pihak investor untuk membeli saham, peningkatan permintaan saham menyebabkan harga saham dicerminkan oleh tingkat fluktuasi return saham yang relatif rendah dan kondisi ini menunjukkan tingkat risiko yang rendah. Disamping itu, Brigham *et. al.* (1999) dengan *dividend Irrelevance theory* mengungkapkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh baik pada harga saham perusahaan maupun biaya modalnya, dan nilai perusahaan ditentukan oleh laba dan risiko bisnis, atau tergantung pada *income* yang diharapkan dari asetnya.

Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi mempunyai kesempatan besar memungkinkan untuk membayar dividen pada rendah karena mereka mempunyai *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk

membayar bagian yang lebih besar la-banya kepada pihak luar. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen maupun bunga (Subekti dan Kusuma, 2001). Smith dan Watts (1992) menunjukkan suatu bukti bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah *agency* yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas.

Menurut Rozeff dalam Sudarma (2003) mengungkapkan suatu model yang diusulkan oleh Higgins dengan asumsi bahwa kebijakan dividen perusahaan mencerminkan usaha mereka untuk memelihara target hutang/rasio *equity* tanpa terlalu sering mempercayakan pada pembiayaan eksternal. Di samping target struktur capital perusahaan, level perencanaan investasi baru untuk *cash flow* operasi merupakan variabel major yang mempengaruhi keputusan dividen. Model target *dividend payout* ini dihasilkan dari sebuah proses yang menyeimbangkan dua *offsetting* pertimbangan yaitu; pertama suatu keinginan untuk menghindari atau memperkecil *flotation cost* yang berhubungan dengan *equity* baru yang ditawarkan (disebabkan tingginya dividen yang dibayarkan), dan kedua suatu usaha menentang untuk memperkecil biaya yang membawa aktiva lancar berlebihan (sebagai hasil terlalu rendah kebijakan *payout*).

Menurut teori *optimal payout ratio* bahwa sebagian besar kebijakan dividen bersifat

residual yang memperkecil jumlah biaya-biaya dari pem-biayaan modal baru dan membawa *securities* berlebihan. Akhirnya dengan tingkat tarif yang tinggi untuk pajak dividen dibandingkan keuntungan mo-dal adalah sebagai suatu pengaruh negatif terhadap level dividen. Proses pengambilan keputusan dividen mungkin mengabaikan pengaruh dari pajak, suatu sangahan yang rasional bahwa semua pemegang saham menginginkan manajemen untuk meminimalkan biaya transaksi dengan peningkatan dana dari surat berharga eksternal.

Kebijakan Dividen Pendekatan Agency Theory

Pada hakekatnya, tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham yang merupakan *principal* dari pengelolaan perusahaan yang diserahkan kepada manajemen selaku *agent*. Atau dengan kata lain, manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan pemegang saham, tetapi ternyata sering ada konflik an-tara manajemen dengan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Manajemen selaku pengelola perusahaan memiliki kecenderungan berperilaku untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya, dan ke-cenderungan untuk menyukai risiko. Jensen dan Meckling (1976) menyata-kan bahwa masalah *agency* akan terjadi bilamana proporsi kepemilikan *ma-nager* atas saham perusahaan jkurang dari 100% shingga *manager*

memiliki kecenderungan bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah ti-dak berdasar memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputus-an pendanaan. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi penge-lolaan dengan fungsi kepemilikan atau biasa disebut *the separation of the decision-making and risk beating function of the firm*.

Konsep *agency theory* merupakan suatu hubungan atau kontrak antara *principal* dan *agent*. *Principal* memperkerjakan *agent* melakukan tugas un-tuk kepentingan *principal*, termasuk pendelegasian otoritas pengambilan ke-putusan dari *principal* kepada *agent*. Asumsi *agency theory* bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi untuk kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*.

Konflik potensial kepentingan antar *agents* (*managers*) dan *principals* (*stockholder/pemilik*) menimbulkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Maahadwartha (2002) mengemukakan bahwa *agency cost* model me-rupakan model ekonomi *mainstream* yang sering digunakan untuk menjelas-kan fenomena *dividend payout*. *Agency cost* dapat memberikan pemahaman yang rasional dan jelas mengenai mengapa dividen ada? Dan mengapa mempunyai pola *cross sectional* yang dapat diobservasi.

Agency cost akan muncul bila *manager* sekaligus pemegang saham (*owner-manager*) menjual sebagian kepemilikannya kepada investor luar (*outside equity owner*). *Owner-manager* berusaha memaksimalkan kekayaan dengan mengorbankan *outside equity owner*

yang akan melakukan pengawas-an ketat terhadap tindakan *owner manager* (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring atau *bonding* kemampuan manajemen.

Megginson (1997) menjelaskan model *agency cost*, pembayaran divi-den sebagai tindakan untuk memaksimalkan nilai oleh *manager* untuk me-minimalkan biaya karena konflik keagenan antara *manager* dan pemegang saham yang muncul pada perusahaan publik, dimana terdapat pembagian antara kepemilikan dan pengendalian. Pembayaran dividen bagi perusahaan hanya dapat ditentukan melalui *trial and error*. *Agency cost* muncul kapan saja dari *owners-managers* menjual membagikan saham bursa mereka ke-pada *outside security* yang tidak mempunyai suara di dalam manajemen.

Kebijakan dividen dapat ditinjau dari perspektif *agency theory*, dima-na terdapat dampak perilaku manajemen dan pemegang saham yang mem-pengaruhi keputusan keuangan perusahaan. Perilaku *principal – agent* da-lam perusahaan membawa pengaruh adanya konflik kepentingan yang dige-rakkan oleh *governance mechanism* (Eisenhardt, 11989). Menurut Eisen-hardt (1989) teori keagenan dapat diklasifikasikan atas dua aliran yaitu *positives agency theory* yang memfokuskan pembahasan mengenai hubungan antara pihak *agent* (manajemen) dengan *principal* (pemegang saham), dan *principal agent research* membahas hubungan atau konflik kepentingan antara satu pihak dengan pihak lainnya dimana pihak satu tidak melaksana-kan instruksi atau perintah

pihak kedua. Aliran *principal agent research* mempunyai cakupan yang luas, namun untuk menjelaskan kebijakan dividen dalam perspektif *agency theory* lebih berorientasi pada aliran *positivist agency theory* yang sesuai dengan karakteristik fenomena yang terjadi.

Menurut Shleifer dan Vishny (1997) bahwa masalah *agency funda-mental* pada perusahaan besar disebagian besar negara adalah konflik antara *outside investor* dan *controller shareholders* yang hampir sepenuhnya mengendalikan manajer. Hal ini berarti sebenarnya masalah *agency* yang dihadapi perusahaan lebih kompleks. Proteksi investor yang lebih baik ber-asosiasi dengan *dividend payout* yang lebih tinggi dan sebaliknya (La Porta *et. al.*, 2000). Pemegang saham yang merasa terproteksi dengan baik akan bersedia menerima pembayaran dividen yang rendah dan tingkat reinves-taasi yang tinggi dari perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi karena adanya keyakinan investasi tersebut akan menghasilkan pem-bayaran dividen yang lebih tinggi.

Smith dan Watts (1992) menunjukkan bukti empiris bahwa perusaha-an yang tumbuh cenderung untuk mengikuti kebijakan dividen yang lebih rendah untuk menurunkan masalah-masalah *agency* yang berasosiasi dengan kebebasan aliran kas perusahaan. Hal lain yang ditemukan bahwa perusahaan yang tumbuh cenderung untuk membayar gaji dan upah yang lebih tinggi pada *top* eksekutifnya dan lebih banyak menggunakan *stock option plans* dalam kebijakan bonusnya. Hasil ini mendukung bahwa keputusan kebijak-an perusahaan

dimotivasi oleh kemauan *manager* untuk menyelesaikan potensi konflik secara efisien antara perusahaan dengan pihak internal dan eksternal yang melakukan *contracting*.

Di samping itu, kepemilikan saham dapat mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen jika perusahaan tersebut memperoleh laba. Sutrisno (2000) dalam Septiyanti (2003) menyatakan bahwa laba dan kepemilikan saham merupakan determinan *dividend payout ratio*, namun hasil penelitiannya menemukan bahwa laba dan kepemilikan saham yang diuji secara terpisah (bukan interaksi) menunjukkan hasil yang signifikan. Kepemilikan saham dapat mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen kontingen terhadap laba dengan asumsi dasar bahwa pembayaran dividen sangat tergantung pada laba yang diperoleh perusahaan.

Struktur kepemilikan mempengaruhi kebijakan dividen, semakin terdiversifikasi struktur kepemilikan maka *dividend payout* semakin tinggi, sehingga dapat dikatakan pada perusahaan milik negara atau *private*, maka kecenderungannya adalah tidak membagikan dividen sedangkan perusahaan publik biasanya membagikan dividen. Menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) mengungkapkan bahwa penggunaan dividen merupakan salah satu cara untuk mengurangi *agency cost*.

Mahadwartha (2002) menunjukkan bukti empiris bahwa perusahaan melakukan *smoothing* pembayaran dividen. Manajer tidak akan menaikkan dividen bila mereka tidak yakin bahwa *earning* akan meningkat secara permanen untuk mendukung *payout ratio* yang tinggi tersebut. Atau sebaliknya, bila akan

menurunkan tingkat *payout*, maka manager akan sedapat mungkin menghindari penurunan secara drastis. Hal ini didukung bukti empiris dari De Angelo dan Skinner (1992), serta penelitian Michaely et. al. (1995) yang menunjukkan bahwa reaksi negatif harga saham terhadap penghapusan dividen lebih besar dibandingkan dengan reaksi positif dari pengumuman dividen.

Menurut Rozeff (1982) bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* perusahaan. Ini berarti bahwa perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang lebih tinggi jika *manager* memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Selanjutnya Rozeff (1982) dan Easterbrook (1994) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi kekuasaan sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh *manager*, sehingga mengurangi kekuasaan *manager* dan pembuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Asumsi dari Miller dan Modigliani dan keuangan modern bahwa kepentingan manajemen dan *stockholder* merupakan *reasonably consonant* yang tidak dapat dipisahkan. Asumsi ini didukung oleh dua mekanisme pasar yaitu: pertama pasar untuk mengontrol perusahaan memastikan perusahaan tidak sedang menuju untuk memaksimalkan kesejahteraan *stockholder* akan menarik penawaran pengambilalihan oleh manajemen yang lebih mampu dan efisien. Kedua suatu pasar tenaga kerja yang kompetitif untuk *manager* perusahaan juga harus beroperasi

seperti manager tidak harus bertindak dalam kepentingan *stockholders* yang digantikan. Jika kedua pasar ini berfungsi dengan sempurna, tanpa biaya friksi lain struktur pemilik perusahaan tidak menjadi perhatian penting perusahaan (Rozeff dalam Sudarma, 2003)

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan (Husnan, 1994). Dividen yang akan dibagi perusahaan dapat berupa dividen kas, yaitu pemberian kas atau uang tunai kepada pemegang saham. Dividen saham, yaitu kepada para pemegang saham diberikan tambahan saham sehingga jumlah lembar saham yang dimilikinya akan bertambah karena adanya keputusan dikeluarkannya dividen saham tersebut. Jenis-jenis dividen yang lainnya antara lain adalah dividen utang, dividen aktiva selain kas (*Property Dividend*), dividen likuidasi (Baridwan, 2000).

Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Seperti kita ketahui bersama bahwa manager dan investor biasanya bukan orang yang

sama. Kedua kelompok ini tak memiliki akses yang sama pada informasi mengenai perusahaan. Dengan demikian, kita harus mengasumsikan bahwa manajemen berdedikasi untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Artinya kita membuat dugaan awal bahwa nilai pasar perusahaan dengan pemilik dan manager yang terpisah tidak akan berbeda dengan perusahaan yang dikelola oleh pemiliknya. Dua kemungkinan bisa membantu manager melihat keadaan seperti investasi modal melihatnya (1) Nilai pasar rendah bisa menarik tawaran pengambilalihan, dan (2) pasar tenaga kerja yang bersaing bisa memungkinkan investor mengganti manager yang tak kooperatif. Artinya, jika manajemen tidak sensitif mengenai kebutuhan memaksimalkan kekayaan pemegang saham, investor baru bisa membeli saham, menguasai perusahaan, dan menggeser manajemen. Jika manajemen yang sekarang kurang mendukung pemilik, pemilik selalu dapat mencari manager lain yang mau bekerja untuk kepentingan investor. Jika kedua mekanisme pasar bekerja dengan sempurna tanpa biaya apapun, konflik bisa tetap ada, dan harga saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh investor yang terpisah dari manajemen bisa dibawah harga saham perusahaan yang dikuasai penuh. Perbedaan dalam harga adalah biaya konflik pada pemilik, yang disebut biaya agensi. Kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manager dan pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manager bisa berbeda dan mungkin bisa menimbulkan konflik. Misalnya, manager menghendaki pembagian dividen yang kecil karena

perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya, sementara para pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar.

Konflik yang terjadi dapat menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktifitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional, semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik akan semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan biaya keagenan, Sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan yang diprosikan dengan prosentase kepemilikan saham oleh institusi dengan kebijakan dividen. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan pentingnya aktifitas pemantauan oleh pihak eksternal dalam *agency conflict*. Biaya yang dikeluarkan untuk pemonitor manajemen merupakan salah satu bentuk biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Demsey & Laber (1992) dalam penelitiannya mengenai pengaruh biaya keagenan terhadap rasio pembayaran dividen dengan menggunakan kepemilikan saham oleh *insider* dan *shareholder dispersion* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Hexter (1998) dalam penelitiannya menggunakan *insider ownership*, *ownership concentration* dan *free cash flow* untuk memproksikan biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan positif yang signifikan antara

biaya keagenan dengan *dividen payout ratio*. Dermawan (1997) dalam penelitiannya menggunakan kepemilikan institusional untuk memproksikan biaya keagenan, menyimpulkan bahwa variabel tersebut tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan rasio pembayaran dividen dan arah hubungannya adalah negatif. Souza (1999) menggunakan prosentase kepemilikan institusi untuk memproksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan antara *dividend payout*.

Kesempatan Investasi

Salah satu kebijakan yang diambil manajemen dalam meningkatkan laba ialah melalui perluasan usaha perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan memerlukan dana yang lebih besar guna membiayai ekspansi (perluasan) usahanya. Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang diperlukan perusahaan dan kebijakan manajemen mengenai sumber dana yang akan digunakan, baik internal maupun eksternal. Sumber dana baru yang merupakan modal (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*floatation cost*), seperti biaya cetak saham dan biaya emisi. Sehingga alternatif yang diambil

Kesempatan Investasi atau *investment opportunity* yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi dimasa yang akan datang. Pilihan-pilihan dimasa datang ini kemudian dikenal dengan istilah set

kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) (Myers, 1997 dalam Hamidi, 2003). Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan (aktif melakukan kegiatan investasi) akan membutuhkan dana yang besar, sehingga kebijakan dividen mungkin bisa terpengaruh. Smith & Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, misalnya kebijakan pendanaan, kebijakan dividen dan kebijakan kompensasi. Smith & Watts (1992) juga menjelaskan temuannya mengenai hubungan IOS dengan kebijakan dividen diidentifikasi dengan arus kas yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil jumlah dividen yang diberikan karena perusahaan yang bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi, hal ini menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

Metode

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tercatat pada indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia pada periode 2006-2009. Dari populasi tersebut difokuskan saja pada perusahaan manufaktur yang kemudian diseleksi terlebih dahulu untuk memenuhi kualifikasi sebagai sampel.

Pemilihan sampel penelitian berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria-kriteria yang

digunakan untuk memilih sampel sebagai berikut:

1. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang membagikan dividen pada periode 2006-2009.
2. Sampel adalah perusahaan yang tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif atau mengalami kerugian selama tahun 2006-2009. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif Sebagai penyebut menjadi tidak bermakna dalam penghitungan rasio keuangan.

Jenis Data

Data yang diambil dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang berupa laporan keuangan perusahaan-perusahaan yang tercatat pada indeks LQ-45 di Bursa Efek Indonesia pada periode 2006-2009.

Pengukuran Variabel

Variabel independen dalam penelitian ini diukur sebagai berikut :

1. Biaya Keagenan, Para pemegang saham dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insetif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah *hazard* dari agen. Kesemuanya itu sering disebut pula dengan biaya keagenan atau *agency cost*. Diprosikan dengan prosentase kepemilikan institusional. $AGENCYC = \text{Prosentasi saham yang dimiliki oleh institusi.}$

2. Kesempatan Investasi, Kesempatan investasi yaitu sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi dimasa yang akan datang. Pilihan pilihan investasi dimasa datang ini kemudian dikenal dengan istilah set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS), Myers (1997). Diproksikan dengan *Sales Growth*. $SALES_G = \frac{[Total\ penjualan\ t - Total\ penjualan\ t-1]}{[Total\ penjualan\ bersih\ t-1]}$
3. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio* atau *dividend per share* dibagi *earning per share*. $DPR = \frac{[Dividen\ per\ lembar\ saham]}{[Laba\ per\ lembar\ saham]}$

Teknik Analisis Data

Analisis data menggunakan regresi berganda (*multiple regression*) untuk menguji pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen.

Uji Hipotesis

Pengujian dengan uji simultan

Pengaruh semua variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dapat dilakukan dengan uji F (*F-test*), dengan kata lain pengujian ini dilakukan untuk mengetahui seberapa besar semua variabel independen secara bersama-sama dapat mempengaruhi

variabel dependen. Pengambilan kesimpulan berdasarkan perbandingan antara dengan Sig. F (P-value nilai F). Kesimpulan yang dapat diambil adalah: Jika P-value nilai $F < (=0.05)$, maka H_0 ditolak. Jika P-value nilai $F > (=0.05)$, maka H_0 gagal ditolak.

Pengujian dengan uji parsial

Untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara masing-masing variabel independen dengan variabel dependen, maka digunakan uji t (*t-test*). Pengambilan kesimpulan berdasarkan perbandingan antara dengan Sig. t (P-value nilai t). Kesimpulan yang dapat diambil adalah: Jika P-value nilai $t < (=0.05)$, maka H_0 ditolak. Jika P-value nilai $t > (=0.05)$, maka H_0 gagal ditolak.

Hasil Penelitian

Tabel berikut adalah hasil perhitungan dari uji regresi linier berganda dengan bantuan *Statistical Package for Social Science (SPSS) 11.0 for windows*

Tabel 1. Rekapitulasi Hasil analisis Regresi Linier Berganda

Variabel	B	thitung	Sig t	Ket
X1	0.068	0.642	0.525	Tidak Sig.
X2	0.145	2.536	0.002	Signifikan
R	: 0,605			
R ²	: 0,366			
F _{hit}	: 3,179			
Sig F	: 0,014			

Sumber : Data Primer diolah

Berdasarkan pada tabel 1 dapat diketahui bahwa $\beta_1 = 0.068$, artinya variabel biaya keagenan memiliki arah hubungan positif

terhadap Kebijakan dividen, yaitu setiap ada kenaikan 1% dari Biaya keagenan akan meningkatkan Kebijakan dividen sebesar 0.068 dengan asumsi variabel yang lainnya konstan.

$t = 0.145$, artinya variabel kesempatan investasi memiliki arah hubungan positif terhadap Kebijakan dividen, yaitu setiap ada kenaikan 1% dari kesempatan investasi akan meningkatkan Kebijakan dividen sebesar 0.145 dengan asumsi variabel yang lainnya konstan.

Berdasarkan pada tabel 1 dapat diketahui bahwa besarnya nilai koefisien korelasi berganda (R) adalah 0,605 hal ini menunjukkan bahwa besarnya hubungan antara biaya keagenan dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen sebesar 0,605. Sedangkan Besarnya nilai koefisien determinasi (R^2) adalah 0,366 hal ini menunjukkan bahwa besarnya pengaruh biaya keagenan dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen sebesar 0,366 atau (36,6%) dan sisanya sebesar 0,634 atau 63,4 % dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Berdasarkan tabel 1, variabel independen yang diteliti yaitu biaya keagenan dan kesempatan investasi secara serentak berhubungan terhadap variabel dependen yaitu Kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tingkat signifikannya 0.010 yang lebih kecil dari nilai $\alpha = 0.05$.

Hasil analisis pengaruh variabel biaya keagenan terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa nilai $t_{hitung} = 0,642$ dengan nilai $\text{sig.t} = 0,525$ lebih besar dari nilai $\alpha = 5\%$ (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa biaya

keagenan tidak berpengaruh terhadap Kebijakan dividen.

Hasil analisis pengaruh variabel kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen menunjukkan bahwa nilai $t_{hitung} = 2,536$ dengan nilai $\text{sig.t} = 0,002$ lebih kecil dari nilai $\alpha = 5\%$ (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh terhadap Kebijakan dividen.

Pembahasan

Keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang tidak dipengaruhi oleh biaya keagenan, hal ini karena kebijakan dividen terkait dengan hubungan antara manajer dan pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin bisa menimbulkan konflik. Misalnya, manajer menghendaki pembagian dividen yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya, sementara para pemegang saham menghendaki pembagian dividen yang besar.

Kesempatan investasi berpengaruh terhadap Kebijakan dividen, hal ini dapat dijelaskan bahwa salah satu kebijakan yang diambil manajemen dalam meningkatkan laba ialah melalui perluasan usaha perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan memerlukan dana yang lebih besar guna membiayai ekspansi (perluasan) usahanya. Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai dividen

terkait dengan besarnya dana yang diperlukan perusahaan dan kebijakan manajemen mengenai sumber dana yang akan digunakan, baik internal maupun eksternal. Sumber dana baru yang merupakan modal (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*floatation cost*), seperti biaya cetak saham dan biaya emisi. Sehingga alternatif yang diambil.

DAFTAR PUSTAKA

- Atika Jauhari Hatta, *Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*, JAAI, Vol 6 No 2, Desember 2002, Hal 1-22
- Easterbrook, F.H. 1984. Agency-Cost Explanation of Dividend. *American Economic Review*. Pp. 650 -659
- Eisenhardt, K.M. 1984. Agency Theory: An Assesment and Review. *Academy of Management Review*. Pp. 57 -74
- Fauzan, *Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar, dan Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividend*, Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Vol. 1 No. 2, September 2002, Hal. 114 – 135
- Gujarati, Damodar. *Ekonometrika Dasar*, Erlangga, Jakarta, 1998
- Halim, Abdul. Analisis Investasi, Edisi Pertama, Jakarta, Salemba Empat, 2003
- Husnan, Suad. 1993. *Pembelanjaan Perusahaan Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Liberty
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. pp. 323 -329
- J. Fred Weston, Eugene F. Brigham., *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Erlangga, Jakarta, 1999
- Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi 2, BPFE- Yogyakarta, Yogyakarta, 2000
- Keown dkk, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Buku 1-2, Salemba Empat, Jakarta, 2000
- Litner, J. “*Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earning, and Taxes*”, *American Economic Review* 46,hal 97-113, 1956
- Mahadwartha, P.A. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Deviden : Persepektif Teori Keagenan. *Simposim 6 April Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*. STIE – Yogyakarta. pp. 201 -220
- Riyanto, Bambang. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi empat, BPFE, Yogyakarta, 1995
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. pp. 249-259
- Septiyanti. 2003. Analisis Hubungan antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio dengan Laba Sebagai Variabel Pemoderasi. *Proceding Simposium Nasional Akuntansi VI*. UNAIR Surabaya. pp. 588-600
- Subekti, Imam dan Kusuma, Indra Wijaya. 2000. Asosiasi antara Set Kesempatan investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Proceding Simposium Nasional! Akuntansi III*. UI — Jakarta. pp. 820-850
- Sudarma, Made. 2003. How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios. *Materi Kuliah Seminar Manajemen Keuangan*. PPA — UNIBRAW: Malang. pp. 133-139

- Shleifer, A. dan R.W. Vishny. 1997. A Survei of Corporate Governance. *Journal of Finance*. pp. 737-783
- Smith, C.W. dan R.L. Watts. 1992. The investment Oppurtunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Finance Economics*. pp. 263-292.
- Santoso, Singgih. *SPSS Versi 10.0 Mengolah Data Statistik Secara Profesional*, PT Elex Media Komputindo, Jakarta, 2001
- Souza, D.J. "Agency cost, market risk, investment opportunities and dividen policy: An international perspective", *Journal of Managerial Finance* vol.25, 1999
- Sri Sudarsi, *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*, Jurnal Bisnis dan Ekonom, Vol. 9 No.1, 1 Maret 2002, Hal 76-88
- Suad Husnan, Emy Pudjiastuti, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, UPP AMP YKPN, Yogyakarta, 1994
- Venkatesh. P. 1989. The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earning Announcement and Return Volatility. *Journal of Business*. Pp. 175-198
- Watts, Ross L. dan J .L. Zimmermen. 1986. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc
- Widarjono, Agus. *Ekonometrika: Teori dan Aplikasi*. Ekonisia FE UII, Yogyakarta, 2005
- Zaki Baridwan, *Intermediate Accounting*, BPFE-Yogyakarta, Yogyakarta, 2000