

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN
PADA PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI PROPERTY, REAL ESTATE, DAN
KONSTRUKSI BANGUNAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2011-2015**

Johan Sutanto

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya
s3132129@ubaya.student.ac.id

Dr. Deddy Marciano, S.E., M.M.

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

Dra.ec. Endang Ernawati, M.Si.

Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya

Abstract

This study aimed to analyze the effect of institutional ownership on the dividend policy in sector property, real estate and building construction in Indonesia Stock Exchange (IDX) on period 2011-2015. Variable used include institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, leverage, growth, firm size, profitability and volatility. This study uses agency theory and signaling theory. This study uses a quantitative approach to the analyze and use least square as a model. Number of observations used in this study were 155 observations. The results showed that variable institutional ownership, profitability, and volatility have a positive and significant impact on dividend policy. While variable growth and firm size have a negative and significant impact on dividend policy. Another variable such as managerial ownership, free cash flow and leverage have not significant impact on dividend policy.

Keyword : Dividend Policy; agency theory; signaling theory; institutional ownership.

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan insitusional terhadap kebijakan dividen pada badan usaha industri property, real estate dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015. Teori yang terkait adalah Teori Keagenan dan Teori Signaling. Variabel yang digunakan antara lain kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, utang, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model *panel least square*. Jumlah Observasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah 155 observasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pada sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan volatilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel pertumbuhan dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh

negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial, utang, dan *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen

Kata kunci : Kebijakan Dividen; *Agency Theory*; *Signaling Theory*; Kepemilikan Institusional

PENDAHULUAN

Konflik keagenan terjadi karena adanya perbedaan kepentingan dalam penggunaan laba bersih perusahaan. Manajer perusahaan mempunyai kemampuan untuk mengalihkan sumber dana perusahaan untuk aktivitas yang menguntungkan dirinya sendiri namun bukan untuk pemegang saham (Jensen, 1986). Salah satu solusi yang dapat dilakukan untuk mengurangi konflik keagenan yaitu melalui kebijakan dividen. Kebijakan dividen sangatlah penting sebagai bahan pertimbangan untuk berinvestasi di perusahaan. Pembayaran dividen yang lebih tinggi dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan mendorong manajer untuk mencari dana melalui sumber dana eksternal dalam pembiayaan investasi perusahaan (Firth et al., 2016).

Keputusan keuangan antara lain berkaitan dengan keputusan mengenai sumber dana yang perlu digunakan. Sumber dana yang digunakan oleh perusahaan terbagi menjadi dua yaitu sumber dana internal dan sumber dana eksternal. Sumber dana internal perusahaan diperoleh dari laba ditahan perusahaan. Sumber dana eksternal diperoleh diperoleh dari utang (jangka pendek ataupun jangka panjang), penerbitan saham, dan instrumen ekuitas lainnya. Pada keputusan keuangan itu dipengaruhi oleh putusan pihak manajemen. Peran pemegang saham minoritas dalam penentuan keputusan dianggap tidak cukup untuk mempengaruhi suatu keputusan sehingga diperlukan investor institusional untuk mempengaruhi keputusan direktur tersebut, termasuk didalamnya yaitu kebijakan dividen (Firth et al., 2016). Pada sisi ini, investor institusional dapat berkomunikasi secara langsung dengan tim manajemen dan menggunakan hak voting selama pertemuan pemegang saham (Cheng et al., 2015).

Pada penelitian ini digunakan 8 variabel yaitu kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, pertumbuhan, utang, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas. Hal ini didasarkan berdasarkan *research gap* dari penelitian sebelumnya. Firth, *et al* (2016), Murhadi (2010) dan Han, *et al* (1999) menemukan hubungan positif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, menurut Dewi (2008) dan Cahyani (2014) kepemilikan institusional memiliki hubungan negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Firth, *et al* (2016) dan Dewi (2008) menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan

kebijakan dividen. Sedangkan Devi dan Erawati (2014) menemukan hubungan insignifikan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen.

Firth, *et al* (2016) dan Murhadi (2010) menemukan hubungan positif antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Jabbouri (2016) menemukan hubungan signifikan negatif antara *free cash flow* terhadap pembayaran dividen. Firth, *et al* (2016) menemukan hubungan signifikan positif antara *growth* dengan kebijakan dividen. Jabbouri (2016) menemukan hubungan signifikan negatif antara *growth* dan kebijakan dividen.

Firth, *et al* (2016), Jabbouri (2016), Dewi (2008) dan Devi dan Erawati (2014) menemukan hubungan negatif antara utang terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Han, *et al* (1999) menemukan hubungan positif insignifikan antara kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Jabbouri (2016), Dewi (2008) dan Devi dan Erawati (2014) menemukan bahwa ukuran perusahaan (*firm size*) memiliki hubungan yang signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Firth, *et al* (2016) dan Murhadi (2010) menemukan hubungan negatif signifikan antara ukuran perusahaan (*firm size*) dengan kebijakan dividen

Temuan lain dari Firth, *et al* (2016) menemukan hubungan positif signifikan antara *profitability* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Dewi (2008) menemukan hubungan negatif antara *profitability* terhadap kebijakan dividen. Firth, *et al* (2016) menemukan hubungan insignifikan negatif antara *volatility* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Jabbouri (2016) menemukan hubungan signifikan negatif.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai suatu kontrak antara seorang orang atau lebih (prinsipal) yang meminta orang lain (agen) untuk melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan prinsipal dalam hal pembuatan keputusan. Wewenang dan tanggung jawab manajer yang diberikan oleh pemegang saham untuk mengelola badan usaha, membuat keputusan investasi, pembiayaan, pemanfaatan sumber daya yang tersedia demi kesejahteraan pemegang saham seringkali memunculkan perbedaan kepentingan. Masalah agensi muncul karena berbedanya kepentingan antara prinsipal dan agen. Perbedaan kepentingan

seringkali memunculkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan adalah potensi konflik antara (1) pemilik (di luar pemegang saham) dan agen (manajer) atau (2) pemegang saham dan kreditur (Weston dan Brigham, 1992:18).

Jensen dan Meckling (1976) membedakan biaya keagenan menjadi dua jenis, yaitu: pertama, *agency cost of debt* yaitu biaya yang muncul akibat adanya peningkatan utang. Biaya ini meliputi pengeluaran untuk pengawasan dan pengendalian sebagai konsekuensi dari penggunaan fleksibilitas operasi dan investasi. Dengan adanya utang, *debt holder* punya hak atas laba badan usaha sementara manajer memiliki kendali untuk menentukan profit, risiko melalui aliran kas. Kedua, *Agency cost of equity* yaitu bila keagenan yang terjadi dari sisi pemegang saham. Biaya ini akan meningkat ketika ekuitas dari pihak luar meningkat sehingga ada *trade-off* antara keinginan untuk mengurangi *agency cost of debt* dan kebutuhan untuk mengurnagi *agency cost of outsider equity*.

Teori Signaling

Teori signaling yang dikembangkan oleh Ross (1977) didasarkan atas adanya *asymetris information* antara pihak manajemen yang memiliki informasi lebih lengkap dan banyak daripada para pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan sinyal yang dilakukan oleh pihak manajemen bagi pemegang saham bahwa badan usaha sedang dalam kondisi baik. Amidu (2007) mengatakan bahwa hanya perusahaan sehat saja yang mampu memberikan sinyal melalui dividen sedangkan perusahaan yang kurang sehat tidak dapat melakukannya karena biaya yang timbul dari *signaling* itu sendiri. Hal ini dapat dijelaskan karena asumsi pada teori ini adalah perusahaan harus membayarkan dividen secara periodik.

Teori Bird-in-Hand Dividend

Litner (1962) dan Gordon (1963) dalam M'rabet dan Boujiat (2016) berargumen bahwa para *outside shareholders* menginginkan dividen yang tinggi. *Bird-in-hand theory* menjelaskan bahwa dividen lebih tidak berisiko dibandingkan capital gain karena pembayaran dividen bersifat lebih pasti (M'rabet dan Boujiat, 2016). Pembayaran dividen yang lebih pasti itu membuat investor cenderung memilih dividen daripada *capital gain* (Amidu, 2007 dalam M'rabet dan Boujiat, 2016).

Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional menunjukkan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perorangan di atas 5 persen tetapi tidak termasuk ke dalam golongan kepemilikan *insider* (Agrawal dan Knouber, 1996 dalam Dewi 2008). Penelitian Firth, *et al* (2016), Murhadi (2010) dan Han, *et al* (1999) menemukan pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Pada dasarnya kepemilikan institusional akan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen perusahaan karena menganggap institusi adalah profesional yang dianggap memiliki kemampuan untuk mengevaluasi perusahaan bersangkutan (Murhadi, 2010). Akan tetapi, kepemilikan insitusional yang tinggi akan memunculkan konflik keagenan tipe II yang dapat merugikan para pemegang saham minoritas (Murhadi, 2010). Hal ini terjadi ketika kepemilikan institusional bersekongkol dengan pihak manajemen yang merugikan para pemegang saham minoritas. Hal ini membuat pemegang saham minoritas yang tertekan akibat keuntungan yang diambil oleh pemegang saham mayoritas menuntut pembayaran dividen yang lebih tinggi.

H_1 = kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Konsep yang disampaikan oleh Morek, Shleifer, dan Vishny (1998) bahwa kepemilikan manajerial adalah kombinasi kepemilikan saham dari semua anggota dewan, yaitu dewan komisaris (*Board of Commision*) dan dewan direksi (*Board of Director*) yang kepemilikannya minimal 2%. Firth, *et al* (2016), Dewi (2008) dan Cahyani (2014) juga menemukan suatu pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan apabila suatu badan usaha memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi maka perusahaan cenderung untuk mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen.

H_2 = kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Brealey, *et al* (2006), *free cash flow* adalah kas perusahaan yang tidak digunakan untuk kegiatan operasi atau kegiatan investasi ulang. Menurut Firth, *et al* (2016) dan Murhadi (2010), *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pembayaran dividen yang

meningkat sebagai *agency cost* untuk mengurangi konflik keagenan. Konflik keagenan muncul antara pihak manajemen dan pemegang saham berkaitan dengan penggunaan *net income* perusahaan dimana pihak manajemen mengalokasikan *net income* tersebut pada laba ditahan untuk kepentingan investasi perusahaan meski nilai proyek tersebut bernilai negatif. Kekhawatiran pemegang saham yaitu nilai proyek yang bernilai negatif akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan di masa akan datang. Kekhawatiran ini membuat para pemegang saham minoritas menuntut pembayaran dividen yang tinggi kepada perusahaan.

$H_3 = \text{free cash flow}$ berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen

Shapiro (1991) mendefinisikan pertumbuhan adalah peluang yang dimiliki perusahaan untuk meningkatkan profitabilitas lini produk saat ini atau manfaat dari produk baru atau perluasan pasar. Pada penelitian Jabbouri (2016) menemukan pengaruh yang negatif antara pertumbuhan (*growth*) dengan kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan semakin cepat tingkat pertumbuhan badan usaha maka kebutuhan dana untuk memperluas badan usahanya akan semakin besar. Kegiatan investasi yang dilakukan oleh perusahaan berasal dari laba ditahan perusahaan karena lebih efisien. Dengan demikian, apabila semakin besar kebutuhan dana untuk kepentingan investasi di masa akan datang maka keuntungan badan usaha lebih besar dialokasikan sebagai laba ditahan dibandingkan dengan dalam bentuk dividen.

$H_4 = \text{growth}$ berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Utang Terhadap Kebijakan Dividen

Fara, *et al* (2003) mendefinisikan utang sebagai sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh badan usaha untuk membiayai kebutuhannya. Dewi (2008) dan Devi dan Erawati (2014) menjelaskan apabila perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya. Pengurangan utang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Sedangkan Jabbouri (2016) mengemukakan bahwa pengaruh negatif antara utang dan kebijakan dividen disebabkan oleh tiga alasan. Pertama, perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi akan lebih suka untuk memotong dividen sebagai akibat untuk keperluan pembayaran kewajiban untuk pihak debitor.

Kedua, tingkat utang yang tinggi akan meningkatkan risiko perusahaan dan menaikkan pembiayaan eksternal perusahaan, dimana membuat itu lebih tergantung pada laba ditahan perusahaan. Ketiga, utang mempunyai peran penting bagi pihak manajemen dan mengurangi *information asymmetry* dan masalah keagenan.

H_5 = utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan adalah cerminan besar kecilnya badan usaha yang diukur melalui logaritma dari total penjualan aset yang dihasilkan oleh badan usaha pada periode tertentu (Sartono, 1990). Penelitian Jabbouri (2016), Dewi (2008) dan Devi dan Erawati (2014) menemukan pengaruh positif antara ukuran perusahaan dan kebijakan dividen. Penelitian Vogt (1994), Chritchley dan Hansen (1989) serta Chang dan Ree (1990) dalam Dewi (2008) dan Jabbouri (2016) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar. Hal ini karena perusahaan memiliki aset yang lebih besar, lebih mudah untuk memasuki pasar. Dewi (2008) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki aset besar cenderung membayar dividen yang besar kepada pemegang saham untuk menjaga reputasi di kalangan investor. Sedangkan perusahaan yang kecil akan membagikan dividen yang rendah karena mengalokasikan *net income* ke laba ditahan perusahaan untuk menambah aset perusahaan.

H_6 = ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Gitman dan Zutter (2012), *profitability* merupakan hubungan antara pendapatan dan biaya dengan menggunakan aktiva produktif perusahaan yaitu aktiva lancar dan aktiva tetap. Penelitian Firth, *et al* (2016) dan Jabbouri (2016) menemukan pengaruh positif antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan dividen merupakan hasil dari laba bersih yang diperoleh badan usaha selain laba ditahan. Dengan demikian, besarnya dividen yang dibagikan tergantung pada laba bersih badan usaha tersebut. Oleh karena itu, badan usaha dengan keuntungan yang besar sebagian besar akan membayarkan dividen yang semakin tinggi pula.

H_7 = profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Volatilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2009) mendefinisikan volatilitas adalah risiko yang dimiliki oleh investor di masa depan. Penelitian Jabbouri (2016) menemukan pengaruh yang negatif antara volatilitas harga saham terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan badan usaha yang memiliki volatilitas harga saham yang tinggi disebabkan oleh risiko bisnis yang tinggi. Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi cenderung untuk membiayai kepentingan investasinya melalui sumber pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan perusahaan. Dengan demikian, perusahaan yang menggunakan sumber pendanaan internal akan berdampak menurunnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

H_8 = volatilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Penelitian yang digunakan adalah *basic research*, karena bertujuan untuk mengembangkan penelitian yang sudah ada sebelumnya dan untuk tujuan ilmu pengetahuan bukan penelitian yang disponsori. Berdasarkan tujuan (*based on purpose*), penelitian ini termasuk dalam penelitian kausal, karena dilakukan untuk menguji pengaruh variabel independen (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *growth*, utang, *firm size*, *profitability* dan *volatility*) terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen di perusahaan sektor property dan real estate di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2015.

METODE PENGOLAHAN DATA

Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data regresi linier berganda karena untuk mengetahui secara langsung variabel bebas terhadap variabel terkait. Setelah itu, dilakukan uji asumsi klasik antara lain uji normalitas, uji multikolinearitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan heteroskedastisitas.

$$DIV = \beta_0 + \beta_1.IO + \beta_2.MAO + \beta_3.FCF + \beta_4.GROWTH + \beta_5.DER + \beta_6.SIZE + \beta_7.PROF + \beta_7.VOL + e$$

Keterangan :

DIV = *Dividend payout*

β = Konstanta

β 1,2,3,4,5,6,7,8 = Koefisien regresi variabel independen

IO = *Institutional Ownership*

MAO = *Managerial Ownership*

FCF = *Free Cash Flow*

Growth = pertumbuhan

DER = *Debt to equity ratio*

SIZE= Ukuran Perusahaan

PROF = Profitabilitas

VOL = Volatilitas

e = *Error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tabel 1
Hasil Uji dengan *Fixed Effect Model*

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.	Arah Hipotesis
C	0,834068	1,712543	0,0895	
IO	0,256087	2,303025	0,0231**	+
MAO	-0,011028	-0,04642	0,9631	-
FCF	0,011427	0,096702	0,9231	+
GROWTH	-0,059819	-2,36418	0,0197**	-
SIZE	-0,028696	-1,76246	0,0806*	-
DER	0,001017	0,082592	0,9343	+
PROF	0,327895	2,432102	0,0165**	+
VOL	0,865127	2,324818	0,0218**	+

Sumber: hasil pengolahan data dengan program Eviews 8 for Windows

Keterangan *** = signifikan 1%, ** = signifikan 5%, * = signifikan 10%

$$\begin{aligned} DPR = & 0,834068 + 0,256087 IO - 0,011028 MAO + 0,011427 - \\ & 0,059819 GROWTH - 0,028696 SIZE - 0,001017 DER + 0,327895 PROF + \\ & 0,865127 VOL + e \end{aligned}$$

Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai *t-statistic* sebesar 2,303025 dengan probabilitas 0,0231 yang berarti H_1 diterima. Murhadi (2010) kepemilikan institusional perusahaan pada dasarnya akan meningkatkan pengawasan terhadap manajemen perusahaan karena menganggap institusi adalah profesional yang dianggap memiliki kemampuan untuk mengevaluasi perusahaan. Akan tetapi, kepemilikan institusional yang tinggi memunculkan konflik keagenan tipe II yang dapat merugikan para pemegang saham minoritas perusahaan. Hal ini terjadi ketika kepemilikan institusional bersekongkol dengan pihak manajemen perusahaan yang merugikan para pemegang saham minoritas. Hal ini membuat pemegang saham minoritas menuntut pembayaran dividen yang lebih tinggi karena tekanan yang diberikan oleh pemegang saham mayoritas. Selain itu, faktor yang mendukung kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif yaitu kepemilikan institusional di Indonesia merupakan bagian kepemilikan yang cenderung terkonsentrasi (La Porte, *et al*, 1999 dalam Cahyani, 2014). Artinya, kepemilikan insitusional merupakan bagian kepemilikan yang dikendalikan oleh keluarga dimana bagian dari kepemilikan institusional itu merupakan badan usaha yang dibuat dan dikendalikan dari perusahaan itu sendiri.. Hal inilah yang menyebabkan timbulnya masalah konflik keagenan tipe II dimana pemegang saham minoritas menuntut pembayaran dividen yang tinggi untuk mengurangi masalah keagenan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Firth, *et al* (2016).

Variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai *t-statistic* sebesar -0,04642 dengan probabilitas 0,9631 yang berarti variabel ini memiliki pengaruh negatif namun tidak signifikan sehingga H_1 ditolak. Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi maka perusahaan cenderung untuk mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen. Tujuan alokasi laba pada laba ditahan ini yaitu untuk kegiatan investasi perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai perusahaan tersebut akan berdampak pada meningkatnya harga saham perusahaan, sehingga pemegang saham publik dan kepemilikan manajerial mendapatkan *capital gain*. Hasil yang tidak

signifikan dapat dijelaskan pada statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai maksimum dan minimum dari variabel kepemilikan manajerial yang tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pembayaran dividen. Hasil ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Firth, *et al* (2016).

Variabel *free cash flow* memiliki nilai t-statistic sebesar 0,096702 dengan probabilitas 0,9231 yang variabel ini memiliki pengaruh positif namun tidak signifikan sehingga H_1 ditolak. Pembayaran dividen yang meningkat sebagai *agency cost* untuk mengurangi konflik keagenan. Konflik keagenan muncul antara pihak manajemen dan pemegang saham berkaitan dengan penggunaan *net income* perusahaan dimana pihak manajemen mengalokasikan *net income* tersebut pada laba ditahan untuk kepentingan investasi perusahaan meski nilai proyek tersebut bernilai negatif. Kekhawatiran pemegang saham yaitu nilai proyek yang bernilai negatif akan mempengaruhi kinerja perusahaan dan nilai perusahaan di masa akan datang. Kekhawatiran ini membuat para pemegang saham minoritas menuntut pembayaran dividen yang tinggi kepada perusahaan. Hasil yang tidak signifikan terjadi karena berdasarkan teori *pecking order* yang dikemukakan oleh Myers (1984). Hal ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Murhadi (2010).

Variabel pertumbuhan memiliki nilai t-statistic sebesar -2,36418 dengan probabilitas 0,0197 yang berarti H_1 diterima sesuai hipotesis awal. Jabbouri (2016) menemukan pengaruh negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen karena semakin cepat tingkat pertumbuhan badan usaha maka kebutuhan dana untuk memperluas badan usahanya akan semakin besar. Pada hal ini, badan usaha lebih memilih untuk menggunakan laba ditahan untuk membiayai kegiatan investasinya. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Jabbouri (2016).

Variabel utang memiliki nilai t-statistic sebesar 0,082592 dengan probabilitas 0,9343 yang berarti variabel ini memiliki pengaruh insignifikan positif sehingga H_1 ditolak. Hal ini dikarenakan utang yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal positif terhadap para pemegang saham karena penggunaan utang yang dilakukan oleh perusahaan digunakan untuk kegiatan investasi perusahaan. Investasi perusahaan yang menguntungkan akan memberikan keuntungan perusahaan sehingga pada akhirnya perusahaan akan membagikan dividen yang tinggi. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian Han, *et al* (1999).

Variabel pertumbuhan memiliki nilai *t-statistic* sebesar -1,76246 dengan probabilitas 0,0806 yang berarti H_0 diterima yaitu signifikan negatif karena ada kesalahan tipe I. Perusahaan yang besar memiliki masalah *asymetris information* semakin kecil sehingga masalah *agency* yang terjadi relatif lebih rendah sehingga dividen yang dibayarkan relatif rendah. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Firth, *et al* (2016) dan Murhadi (2010).

Variabel profitabilitas memiliki nilai *t-statistic* sebesar 2,432102 dengan probabilitas 0,0165 yang berarti H_1 diterima yaitu signifikan positif. Hal ini dikarenakan dividen merupakan hasil dari laba bersih yang diperoleh badan usaha selain laba ditahan. Dengan demikian, besarnya dividen yang dibagikan tergantung pada laba bersih badan usaha tersebut. Oleh karena itu, badan usaha dengan keuntungan yang besar sebagian besar akan membayarkan dividen yang semakin tinggi pula. Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Firth, *et al* (2016).

Variabel volatilitas memiliki nilai *t-statistic* sebesar 2,324818 dengan probabilitas 0,0218 yang berarti H_1 ditolak yaitu signifikan positif karena ada kesalahan tipe I. Hal ini dikarenakan volatilitas harga saham yang tinggi membuat investor khawatir dengan keuntungan berupa *capital gain* yang mereka ingin dapatkan. Kekhawatiran ini membuat investor akan menuntut pembayaran dividen yang tinggi ketika volatilitas harga saham semakin tinggi. Hasil ini didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Farooq, *et al* (2012).

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan *fixed effect model*, diperoleh hasil bahwa variabel kepemilikan institusional, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan pada sektor property, real estate dan konstruksi bangunan. Sedangkan variabel lain yaitu kepemilikan manajerial, *free cash flow*, dan utang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini dapat menjadi referensi bagi investor untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan pembayaran dividen seperti kepemilikan institusional, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas dan volatilitas. Bagi investor yang ingin mendapatkan dividen

yang tinggi harus memperhatikan kepemilikan institusional dan profitabilitas yang tinggi pada perusahaan sektor property, real estate dan konstruksi bangunan.

Manajemen perusahaan pada sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan perlu mencermati kepemilikan institusional, pertumbuhan, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan volatilitas yang ada pada perusahaan agar dapat bekerja secara efektif sehingga berdampak pada meningkatkannya pembayaran dividen perusahaan dan menarik minat investor untuk berinvestasi di perusahaannya

Penelitian ini dapat dijadikan referensi untuk rekomendasi bagi peneliti selanjutnya. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu jumlah observasi, yang sedikit dan berfokus pada sektor property, real estate, dan konstruksi bangunan. Untuk peneliti selanjutnya dapat diharapkan meneliti sektor lainnya dengan jumlah observasi yang lebih banyak, menambah faktor-faktor yang belum diteliti pada penelitian ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A., and Knoeber, C. R., 1996, Firm Performance and Mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31:377-397.
- Amidu, M., 2007, How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 4.
- Brealey, Myers, dan Allen, 2006, *Corporate Finance*, Eight Edition, Mc Graw Hill.
- Brigham, Eugene dan Houston Joel, 2009, *Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Edisi kesepuluh*, Salemba Empat, Jakarta.
- Cahyani, Krisnati Adi, 2014, Analisis Perbedaan Dividen Pada Perusahaan Keluarga dan Non Keluarga Berdasarkan Kepemilikan Ultimat, *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, Vol. 26
- Crutchley, Jensen, Jaber, dan Raymond, 1999, Agency Problems and The Simultaneity of Financial Decision Making: The Role of Institutional Ownership, *International Review of Financial Analysis* 8:2, 177-197.
- Devi, N.P.Y., dan Ni Putu Adi Erawati, 2014, Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur, *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, Vol. 9.3 :709-716.

- Dewi, S.C., 2008, Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No 1: 47-58.
- Dhailami, A.F., 2006, Pengaruh *Insider Ownership* dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividend Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2003, Skripsi,. Universitas Islam Indonesia.
- Emery, Douglas R., John D. Finnerty, dan John D. Stowe, 1998, *Principles Financial Management*, Prentice Hall, Inc., Upper Saddle River, New Jersey.
- Firth, M, Jin Gao, Jianghua Shen, dan Yuanyuan Zhang., 2016, Institutional Stock Ownership and Firms Cash Dividend Policies: Evidence from China, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 65: 91-107.
- Farooq, O., Saoud, S., Agguenaou, S., 2012. Dividend Policy As a Signaling Mechanism Under Different Market Condition: Evidence From The Casablanca Stock Exchange, *International Research Journal Economics and Finance*, Vol. 83: 187-198.
- Gitman, J. Lawrence dan Zutter, Chad J., 2012, *Principles of Managerial Finance*, 13th Edition, Edinburgh: Pearson.
- Graham, John R, dan Campbell. R Harvey, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence From The Field, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60 :187-243.
- Gujarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, 3th Edition, Singapore: The Mc.Graw-Hill Companies, Inc.
- Gujarati, D.N., 2004, *Basic Econometrics*, 4th Edition, The Mc.Graw-Hill Companies, Inc.
- Hampton, John J., 1989, *Financial Decision Making Concepts, Problems and Cases*, Fourth Edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Han, K.C., S.H. Lee, and D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Harahap, N.I., 2004, Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Go-Public di Bursa Efek Jakarta, *Thesis*, Universitas Sumatra Utara.
- Jabbouri, I., 2016, Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets: Evidence from MENA Stock Markets, *Research in International Business and Finance*, Vol. 37: 283-298.

- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 : 305-360.
- Mahadwartha, P. A dan Hartono, J., 2002, *Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen*, *Simposium Nasional Akuntansi 5*, 5-6 September 2002.
- Mahadwartha, P. A , 2002, Predictability Power of Dividend Policy and Leverage Policy to Mangerial Ownership in Indonesia: An Agency Theory Perspective. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 18, No.3.
- Mckay, Peter dan Gordon M. Philips, 2005, How Does Industry Affect Firm Financial Structure?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 18 :1433-1466.
- Megginson, W.L., 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley Educational Publishers Inc.
- Morck, R., Andrei Shleifer, dan Robert W. Vishny, 1998, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: 293-315.
- M'rabet, R. dan Boujiat, W., 2016, The Relationship Between Dividend Payment And Firm Performance: A Study of Listed Companies in Morocco, *European Scientific Journal*, Vol.12 No.4.
- Murhadi, W.R., 2010, Study On Dividend Policy: Antecedent and Its Impact On Share Price, Universitas Surabaya.
- Myers, Stewart C, 1984, The Capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol. 39
- Ross, Westerfield, dan Jaffe, 1999, *Corporate Finance, Eight Edition*, Thomson.
- Santoso, Singgih, 2003. *Statistik Diskriptif Konsep Dan Aplikasi Dengan Microsoft Excel dan SPSS*, Penerbit Andi Yogyakarta.
- Sartono, A. A., 1990. *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, edisi ke 1. Yogyakarta: BPFE.
- Shapiro, Alan C., 1991, *Modern Corporate Finance*, Maxwell Macmillan Publishing Company, New York, International Edition.
- Shim, Jae K., dan Joel G. Siegel., 1987, *Theory and Problems of Managerial Finance*, McGraw-Hill Book Co, Singapore.
- Smart, Scott B., William L. Megginson, dan Lawrence J. Gitman, 2004, *Corporate Finance*, Southwestern, Ohio.
- Sri Sudarsi, 2002, *Manajemen Keuangan*, Edisi 3, Mitra Wacara, Jakarta.

Sugiyono, 2002., *Metode Penelitian Bisnis*. Cetakan Pertama. Alfabeta. Bandung

Weston, J. Fred, dan Eugene F. Brigham, 1992, *Essentials of Managerial Finance, Tenth Edition*, International Edition.

Weston, J. Fred, and Thomas Copeland, 1988, *Financial Theory and Corporate Policy, Third Edition*.

Zikmund, William G., Babin, Car dan Griffin, 2012, *Business Research Methods*, 8th Edition, The Dryden Pres, Harcourt Brace College Publisher, Fort, Texas.