

PENGARUH BIAYA AGENSI, KEBIJAKAN HUTANG DAN TAHAP DAUR HIDUP PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN

Esih Jayanti

STIE Muhammadiyah Cilacap

ABSTRACT

The objective of this research is to explore the dividend policy of the listed firms in the Indonesian Stock Exchange of 2011-2015 period. The Agency theory argues that the dividend policy will reduce the agency cost and problems. The percentage of institutional ownership of a common stock firm is used as a proxy for agency cost and it can be used as a mechanism to reduce agency problems. The research is, also, to examine the effect of debt policy towards dividend policy on a firm life cycle that is growth and mature as Agency theory does. The totally of sample are 44 of listed firm in Indonesia Stock Exchange. Group of growth firm are 8 and group of mature firm are 34. Classifying of firm become growth and mature firms group used sales growth for five years. The result of this research indicates that there is a support on agency theory. Agency cost is found the negative and significant effect toward dividend policy. Moreover, in the debt policy has the positive and significant effect toward dividend policy in mature phase and has a negative effect when is on growth phase.

Key Words: Agency Cost, Institutional Ownership, Dividend Policy, Debt Policy Firm Life cycle.

LATAR BELAKANG MASALAH

Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat penting baik bagi investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividennya. Pada umumnya investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain* (Sutrisno, 2001). Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen atau keputusan mengenai besarnya bagian keuntungan yang akan dibagikan pada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai *retained earnings* (Levy dan Sarnat, 1990)

Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan

dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan, sebaliknya bila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas juga akan terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan, manajer keuangan harus menempuh kebijakan dividen yang optimal. Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*. Kebijakan dividen tersebut juga dipandang untuk menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang. Pasar modal merupakan sarana untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat khususnya kepada pemegang saham surat berharga perusahaan, misalnya pemegang surat berharga akan menerima dividen dan *capital gains*.

Hubungan antara tingkat pembayaran dividen dalam pertumbuhan perusahaan menurut Adedeji (1998) dapat ditunjukkan oleh kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan. Damodaran, (2001) dan Bender & Ward, (1993) dalam Frielinghaus et al.(2005) menyatakan bahwa struktur modal mungkin dipengaruhi oleh tahap hidup organisasi suatu perusahaan, saat kebutuhan-kebutuhan pendanaan mungkin berubah dengan berubahnya kondisi-kondisi perusahaan. Kallapur & Trombley (1999) menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak bertumbuh cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar, sedangkan perusahaan pada tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung untuk menggunakan dana internalnya untuk membiayai pertumbuhannya, sehingga berakibat dividen yang dibayarkan menjadi kecil. Perusahaan yang berada dalam tahapan siklus hidup yang berbeda tentu akan memiliki kemampuan yang berbeda dalam hal membayar dividen sehingga akan menetapkan suatu kebijakan dividen yang berbeda-beda pula, sesuai dengan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam tahapan-tahapan siklus hidup tersebut.

Besarnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan, pada dasarnya dipengaruhi oleh banyak faktor. Faktor pertama yang akan dibahas penulis adalah biaya keagenan, unsur tahapan siklus hidup perusahaan, untuk menggambarkan pembayaran dividen dalam tiap tahapan siklus hidup perusahaan. Jensen et al. (1992) menyatakan bahwa perusahaan akan menurunkan pembayaran dividen, bila sebagian besar keuntungan yang diperoleh digunakan untuk membayar hutang dan beban bunga tetap. Pada perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup *growth*, kebijakan pendanaannya akan relatif kecil untuk menggunakan dana dari pihak eksternal, dan sebagian besar dana akan diperoleh dari sumber yang berasal dari sumber internal. Hal ini sangat masuk akal karena perusahaan dalam tahapan *growth* yang berada dalam tahap awal pertumbuhannya, akan kesulitan memperoleh hutang dibandingkan perusahaan yang berada dalam tahap *mature*, sehingga perusahaan yang berada dalam tahap *growth* dan *mature* akan sangat terpengaruh oleh kebijakan hutang yang dilakukan perusahaan yang tentunya akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan.

RUMUSAN MASALAH

1. Apakah biaya keagenan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
2. Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen ketika perusahaan berada dalam tahap *growth* dan *mature*.

KAJIAN LITERATUR dan PENGEMBANGAN HIPOTESIS

KEBIJAKAN DEVIDEN

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua perusahaan itu sendiri (manajemen). Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, beberapa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan (Sutrisno, 2001). Sebagaimana dikutip Crutchley et al. (1999) dari Easterbrook (1984) dan Crutchley dan Hansen (1989) bahwa pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) diyakini dapat mengurangi konflik antara pemilik dan manager sehingga dapat menurunkan *agency cost*.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba yang ditahan guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Laba ditahan dapat menjadi sumber dana internal sehingga apabila perusahaan memutuskan tidak membagi dividen maka kesempatan pembentukan dana internal akan menjadi semakin lebih besar. Brigham dan Gapenski (1996) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan, sebaliknya apabila laba yang dibayarkan akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas terabaikan. Untuk menjaga dua kepentingan, manejer keuangan dapat menempuh kebijakan dividen yang optimal. Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen dari pada capital gain.

TEORI KEAGENAN

Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Dalam manajemen keuangan, tujuan utama

adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Untuk itu manajer yang diangkat oleh pemegang saham harus bertindak untuk kepentingan para pemegang saham, tetapi ternyata sering terjadi adanya konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost*.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency cost* merupakan hubungan keagenan yang didefinisikan sebagai "suatu kontrak" dimana seorang atau lebih (*principal*) menugaskan orang lain (*agency cost*) untuk melakukan aktivitasnya demi kepentingan *principal* yang mencakup pendelegasian beberapa wewenang untuk membuat atau pengambilan keputusan kepada *agency cost*, dalam kontrak ini yaitu antara manajer (*agency cost*) dan pemegang saham (*principal*).

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik) membayar individu lain (*agency cost*) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada *agency cost* (Brigham, 1996). Easterbrook (1994) menyebutkan bahwa konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktivitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional (Jensen & Meckling, 1976), semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992).

Crutchley dan Hansen (1989), menyatakan bahwa dalam konteks teori keagenan ada tiga cara yang relevan untuk mengurangi biaya keagenan yaitu (1) biaya keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan saham biasa manajer dalam perusahaan, yang lebih baik mensejajarkan kepentingannya dengan kepentingan *stockholder* (Jensen dan Mackling, 1976). (2) biaya keagenan dapat dikurangi dengan cara meningkatkan dividen (Rozeff, 1982, Easterbrook 1984). Dan (3) biaya keagenan dapat dikurangi dengan menggunakan *debt financing* (Jensen dan Mackling 1976).

Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk memonitor kegiatan manajer sehingga manajer dapat bekerja sesuai keinginan pemegang saham, seluruh biaya yang dikeluarkan ini disebut biaya keagenan (Brigham, 1996; Easterbrook, 1984). Jensen dan Mackling (1976) mengemukakan pentingnya aktifitas pemantauan oleh pihak eksternal dalam *agency conflict* (*security analyst, brokerage firms and large institutional investor*) karena semakin

menyebarkan pemegang saham menyebabkan konsentrasi kepemilikan saham akan terpecah dalam prosentase yang kecil sehingga kekuatan para pemegang saham untuk mengontrol tindakan manajer menjadi rendah.

Hubungan Antara Biaya Keagenan Dengan Kebijakan Dividen

Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu (pemilik) membayar individu lain (*agency cost*) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada *agency cost* (Brigham, 1996). Easterbrook (1994) menyebutkan bahwa konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktivitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional (Jensen & Meckling, 1976), semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992).

Menurut Easterbrook (1984) dividen akan membantu menurunkan biaya keagenan. Argumentasi yang dikemukakannya bahwa pemegang saham akan menuntut pembayaran dividen sebagai tanggung jawab manajer sebagai pengelola perusahaan. Pembayaran dividen akan memacu manajer untuk lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan. Manajer akan berusaha lebih memperhatikan kepentingan pemegang saham dan mengurangi kebijakan menguntungkan dirinya sendiri. Dengan pembayaran dividen, pemegang saham merasa bahwa manajer telah melakukan tindakan sesuai dengan keinginan mereka, dan ini akan mengurangi konflik keagenan.

Bathala et al. (1994) dalam studinya mengatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan agen monitoring (pengawasan) yang berperan aktif dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan dan untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

Keputusan dalam pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan, laba yang sudah diperoleh sebaiknya tidak seluruhnya dibayarkan sebagai dividen tetapi harus ditahan sejumlah tertentu agar dapat digunakan untuk mendanai kebutuhan intern dari perusahaan, meskipun terbukti bahwa pembayaran dividen sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan (Barkovich, 2005).

Kaitannya dengan kepemilikan institusional bahwa semakin tinggi pengawasan oleh kepemilikan institusional maka semakin besar kemungkinan kepemilikan institusional tersebut menggunakan wewenang pengawasan yang dimilikinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemegang saham lainnya, terutama pemegang saham publik (*outsiders*-publik).

Kondisi ini meningkatkan konflik keagenan atas kerugian pemegang saham luar. Konflik keagenan karena adanya kondisi kepemilikan institusional yang tinggi dapat dikurangi dengan meningkatnya dividen. Kondisi kepemilikan institusional yang rendah membawa implikasi terbalik terhadap kebijakan dividen. Pemegang saham akan meminta besaran dividen yang cukup tinggi untuk kompensasi atas pengawasan yang rendah dari kepemilikan institusional maupun kepemilikan. Dividen yang tinggi akan mengurangi kemampuan manajemen menggunakan aliran kas diluar kepentingan perusahaan (Jensen, 1986). Pembagian dividen yang tinggi pada kondisi kepemilikan institusional yang rendah akan mengurangi konflik keagenan dan meningkatkan kinerja perusahaan karena berdampak langsung pada kekayaan pemegang saham.

Teori keagenan berargumen bahwa kepemilikan institusional akan mengurangi konflik keagenan karena institusi akan membantu mengawasi perusahaan sehingga manajemen tidak akan bertindak merugikan pemegang saham (Crutchley, Jensen, Jehera dan Raymond 1999: serta Chen dan Steiner, 1999). Hal ini berlaku pada kondisi pemilik institusional mengawasi manajemen secara parsial, maupun pada kondisi kepemilikan institusional mayoritas maka pengawasan akan diarahkan untuk kepentingan institusi bersangkutan dan mengabaikan kepentingan pemegang saham publik. Pemilik institusional akan menggunakan kekuasaan yang dimilikinya untuk mempengaruhi kebijakan hutang dan dividen. Kebijakan hutang dan dividen digunakan untuk mengurangi konflik keagenan sampai pada suatu tingkatan tertentu. Kondisi pemilik institusional sebagai mayoritas akan mengubah fungsi kebijakan hutang dan dividen yang sebelumnya mengurangi konflik keagenan menjadi kebijakan yang meningkatkan konflik keagenan pada sisi pemegang saham.

Mengapa pemilik institusional bersedia melakukan tekanan terhadap manajemen? Pozen (1994) dalam Mahadwartha (2005) berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan bertindak sebagai aktivis pembela pemegang saham bila tindakan penekanan yang dilakukannya mempunyai nilai ekonomis atau secara langsung mempengaruhi harga saham.

KEBIJAKAN HUTANG

Teori keagenan berargumen bahwa pengawasan dapat juga dilakukan oleh pemegang saham dengan mengundang pihak eksternal perusahaan yaitu kreditur atau *debtholders*, Jensen Meckling(1976) mengatakan bahwa penggunaan sumber pendanaan melalui utang akan mengurangi pendanaan melalui penerbitan saham, sehingga akan mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Jensen(1986) menegaskan bahwa kewajiban tetap atas utang(*fixed payment*) akan mengurangi konflik keagenan karena tindakan investasi berlebihan oleh manajemen, sehingga kebanyakan hutang juga berfungsi sebagai pengikatan. Kebijakan utang merupakan salah satu alternatif untuk memindahkan biaya pengawasan oleh pemilik kepada kreditur, penggunaan hutang juga mendorong manajer untuk lebih bertindak disiplin agar tidak terancam kebangkrutan (Harris dan Raviv, 1990) yang merugikan manajemen karena

kehilangan pekerjaan, selain masalah prestasi yang buruk. Freid dan Lang (1988) menemukan bahwa kebijakan hutang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan dengan mengundang pihak eksternal perusahaan untuk ikut melakukan pengawasan terhadap manajemen. Bhatnagar, Moon dan Rao (1994) menemukan bahwa terdapat efek substitusi antara kepemilikan institusional eksternal dengan kebijakan utang dalam mengendalikan konflik keagenan serta menunjukkan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi konflik keagenan. Tindakan yang dilakukan perusahaan adalah melakukan saling tukar (*trade off*) antar kebijakan hutang dan dividen sehingga biaya keagenan rendah.

Hubungan *Firms Life Cycle* dengan Pembayaran Dividen

Mueller (1972) mulanya menerapkan konsep siklus hidup dalam bidang ekonomi keuangan dan memandang bahwa *young firm* mengalami masalah ketidakpastian tentang kelanjutan usahanya, dan kegiatan operasi perusahaan secara total sejalan dengan kepentingan para pemilik (*ownership interest*), karena pemilik dan manajemen secara tipikal sama dengan group dalam *young firm*. Bila *young firm* mempunyai kedudukan yang sama kuat dipasar, maka dana yang berasal dari sumber internal akan menghasilkan kas yang meningkat, secara otomatis ketidakpastian akan berkurang. Pada titik ini menyebabkan kemampuan untuk hidup terus bergantung secara kritis pada tujuan pemegang saham (*shareholder*) dan bagi manajer tersedia cara untuk mengikuti tujuan yang dimilikinya, yaitu dengan mulai berpindah pada pengoptimalisasian pertumbuhan asset dengan mengoptimalkan ukuran perusahaan. Tahapan siklus hidup perusahaan dalam beberapa penelitian menggunakan beberapa tahapan siklus hidup yang berbeda-beda sesuai dengan kebutuhan penelitiannya. Pashley dan Philipatos (1990) memandang siklus hidup perusahaan dengan menggunakan enam tahapan siklus hidup perusahaan, yaitu *star-up*, *growth*, *growth/mature*, *mature*, *mature/decline* dan *decline*. Anthony dan Ramesh (1992) membagi tahapan siklus hidup perusahaan menggunakan lima tahapan siklus hidup perusahaan yaitu *growth*, *growth/mature*, *mature*, *mature/stagnant*, dan stagnan. Teori siklus hidup (*life cycle theory*) mengemukakan bahwa strategi kapasitas modal dan pertumbuhan yang tepat tergantung pada tahapan siklus hidup perusahaan (Anthony dan Ramesh, 1992). Tahapan dalam siklus hidup perusahaan dapat mempengaruhi relevansi nilai pengungkapan akuntansi sehingga diperlukan pembelajaran mengenai analisis fundamental untuk perusahaan baru yang berbeda dengan perusahaan yang telah mapan (Yulita, 2004). Black (1998) menggunakan pendekatan siklus hidup dalam penelitiannya, karena tahapan siklus hidup perusahaan memberikan setting utama untuk menganalisis relevansi nilai laba dan arus kas. Siklus hidup mampu mengumpulkan karakteristik keuangan perusahaan dalam suatu tahap, dan beberapa karakteristik keuangan tersebut akan berbeda disetiap tahap.

Pada tahap *growth*, perusahaan membayar dividen rendah, penjualan tinggi dan umur perusahaan masih muda. Perusahaan dikategorikan *mature* jika pembayaran dividen sedang, penjualan sedang dan umur sedang. Perusahaan diklasifikasikan stagnan setelah pembayaran

dividen tinggi, penjualan rendah dan umur perusahaan tua. Selama tahap pertumbuhan (*growth*) fokus perusahaan adalah pada pengeluaran untuk pengembangan produk, pengembangan pasar dan pengeluaran modal yang bertujuan agar diterima dipasar. Karena perusahaan pada tahap ini membutuhkan banyak dana untuk berkembang, maka tingkat pembayaran dividen cenderung rendah.

Anthony dan Ramesh (1992) mengkarakteristikan tahap *growth* dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan pengeluaran modal pada tingkat menengah. Pada tahap *mature* laba yang diperoleh perusahaan tidak lagi banyak ditahan untuk pengembangan perusahaan. Pada tahap ini kondisi perusahaan sudah mantap dan tingkat pembayaran dividen tinggi. Dalam tahap awal (*start-up*) kesempatan tumbuh yang dimiliki perusahaan merupakan komponen yang lebih besar, sedangkan pada tahapan akhir siklus hidup perusahaan (*decline*), asset in place atau merupakan aktiva *tangible* menjadi komponen yang mendominasi. Karena porsi kedua komponen ini berbeda antara tahapan siklus hidupnya, maka kemampuan tiap perusahaan dalam siklus waktu yang berbeda akan memiliki kemampuan yang berbeda pula.

Penelitian ini menggunakan pendekatan siklus hidup dengan mengacu pada penelitian dari Aggrawal and Gup (1996) untuk menghasilkan kelompok perusahaan yang masuk dalam kelompok perusahaan *growth* dan *mature* dengan mempertimbangkan pada rasio *sales growth* selama periode pengamatan. Dalam penelitiannya Aggrawal and Gup (1996) menyebutkan bahwa pada tahap *growth* perusahaan mulai membayarkan dividen dalam jumlah yang rendah dibandingkan pada saat *mature*. Dan disebutkan dalam tahap *mature* bahwa perusahaan dalam keadaan profitabel, sehingga beberapa dari kas yang dimiliki dibayarkan dalam bentuk dividen yang tinggi.

Tahap pertumbuhan ditandai dengan pertumbuhan penjualan yang relatif masih tinggi, meskipun resiko sudah tidak setinggi pada tahap pengenalan. Paling tidak sudah terbukti bahwa produk yang ditawarkan, diterima oleh pasar. Karena tingginya pertumbuhan penjualan, laba yang diperoleh mungkin tidak cukup untuk membiayai ekspansi yang dipelukan. Dengan demikian mungkin sekali perusahaan dalam tahap ini akan mempunyai *dividen payout ratio* yang rendah, dan memerlukan pendanaan eksternal untuk membiayai ekspansinya. Lain halnya dengan tahap kedewasaan, pada tahap ini pertumbuhan penjualan masih terjadi, tetapi sudah dalam tingkatan yang lebih rendah dari pada tahap pertumbuhan. Karena produksi sudah dalam jumlah yang cukup besar untuk memenuhi permintaan pasar, umumnya laba yang diperoleh cukup untuk membiayai pertumbuhan usaha. Dengan kata lain *internal financing* cukup untuk mendukung penjualan, dan karenanya proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen (*dividen payout ratio*), lebih besar daripada tahap pertumbuhan.

PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh biaya keagenan terhadap kebijakan dividen.

Easterbrok (1994) menyebutkan bahwa konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktivitas pemantauan oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional (Jensen & Meckling, 1976), semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), walaupun ada cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992)

Analisis yang dikembangkan oleh Jensen (1986), menyatakan bahwa kepemilikan institusional dapat dipergunakan sebagai pemonitor eksternal perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin besar pula kegiatan monitoring yang dilakukan. Dengan adanya kegiatan monitoring ini, pemegang saham akan berusaha memperkecil kemungkinan terdapatnya aliran kas bebas. Dengan demikian, laba yang diperoleh perusahaan akan lebih banyak dialokasikan sebagai dividen, bukan sebagai laba yang ditahan. Crutchley et al (1999) menemukan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi (menurunkan) biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung menggunakan dividen yang lebih rendah (Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond, 1999). Bila kepemilikan institusi mampu menurunkan *agency cost* dan manajer mengambil pilihan ini dalam kebijakannya, maka manajer akan mengurangi tingkat kepemilikannya, kebijakan *dividend* dan kebijakan hutang. Berdasarkan pada penjelasan tersebut diatas maka penulis merumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1: Biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen pada kondisi *growth* dan *mature*.

Pada perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup *growth*, kebijakan pendanaannya relatif kecil untuk menggunakan dana dari pihak eksternal, dan sebagian besar dana akan diperoleh dari sumber yang berasal dari sumber internal karena pendanaan dari pihak eksternal diperoleh pada tahap *start up* dimana pada tahap tersebut sangat banyak membutuhkan dana. Dalam tahap *growth* perusahaan sudah mulai mendapatkan keuntungan sehingga kemungkinan akan terjadi konflik kepentingan (*agency conflict*) antara pemegang saham dan manager akan laba yang telah diperoleh tersebut yakni apakah akan di tahan guna pembiayaan investasi atautkah akan dibagikan dalam bentuk dividen.

Tahap pertumbuhan ditandai dengan pertumbuhan penjualan yang relative masih tinggi, meskipun resiko sudah tidak setinggi pada tahap perkenalan. Paling tidak sudah terbukti bahwa

produk yang ditawarkan, diterima oleh pasar. Karena tingginya pertumbuhan penjualan, laba yang diperoleh mungkin tidak cukup untuk membiayai ekspansi yang diperlukan. Dengan demikian mungkin sekali perusahaan dalam tahap ini akan mempunyai *dividen payout ratio* yang rendah, dan memerlukan pendanaan eksternal untuk membiayai ekspansinya. Lain halnya dengan tahap kedewasaan, pada tahap ini pertumbuhan penjualan masih terjadi, tetapi sudah dalam tingkatan yang lebih rendah dari pada tahap pertumbuhan. Karena produksi sudah dalam jumlah yang cukup besar untuk memenuhi permintaan pasar, umumnya laba yang diperoleh cukup untuk membiayai pertumbuhan usaha. Dengan kata lain *internal financing* cukup untuk mendukung penjualan, dan karenanya proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen lebih besar daripada tahap pertumbuhan. Perusahaan yang berada dalam siklus hidup *mature* mengalami puncak tingkat penjualan, namun akan mengalami penurunan tingkat laba/profitabilitas karena tingginya tingkat kompetisi harga. Dalam keadaan ini likuiditas tinggi karena ada kelangkaan dalam kesempatan investasi yang bagus dalam perusahaan sehingga perusahaan menjadi memiliki nilai kas yang lebih banyak sehingga membayarkan dividen dalam jumlah yang tinggi. Dikemukakan oleh Swaminathan et al (2002) bahwa resiko juga akan mulai menurun, atau berada pada tingkat rata-rata (Agrawal & Gup,1996) pada tahap *mature*, sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar. Sedangkan pada tahapan siklus hidup *decline* terjadi penurunan tingkat penjualan sehingga mengakibatkan terjadinya kerugian dan pembayaran dividen akan terhenti (Pashley dan Philipstos.1990) Dari penjelasan diatas maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut:

Hipotesis 2a: kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam siklus tahap *growth*.

Hipotesis 2b: kebijakan utang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam siklus tahap *mature*.

METODA PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian adalah terdiri dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011-2015. Metoda pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan purposive sampling, yaitu metode pengumpulan anggota sampel yang berdasarkan pertimbangan pertimbangan dan kriteria tertentu, adapun kriteria perusahaan yang diambil adalah sebagai berikut.

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2011-2015

2. Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan lengkap.
3. Perusahaan membayarkan dividen selama periode pengamatan

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan adalah data sekunder, yang meliputi laporan keuangan yang memenuhi kualifikasi sampel penelitian yang diperoleh dari laporan keuangan sejumlah perusahaan yang bersumber dari ICMD tahun 2011-2015

Seleksi Sampel Perusahaan Yang Masuk Dalam Kategori *Growth* dan *Mature*.

Pengklasifikasian sampel untuk menentukan perusahaan yang berada dalam tahap siklus hidup kelompok *growth* dan *mature* pada langkah awal dilakukan dengan cara melakukan pengelompokan perusahaan dengan menggunakan pengelompokan perusahaan berdasar kelompok perusahaan yang berada dalam tahapan siklus hidup start up, *growth*, *mature*, dan decline (Aggrawal & Gup 1996). Kemudian untuk memperoleh kelompok perusahaan yang masuk menjadi kelompok *growth* dan kelompok *mature* dilakukan dengan menggunakan suatu pengelompokan berdasarkan tingkat *Sales growth* perusahaan selama tahun pengamatan. Adapun gambaran dalam pengelompokan sampel dapat dilihat dalam tabel 1

Tabel.1 Pengelompokan perusahaan *Growth* dan *Mature* 2011-2015

Tahap	<i>Growth</i> rate of sales	Tahun Pengamatan 2013-2015	Jumlah Sampel
Start Up	≥50%	2	
<i>Growth</i>	20-49,9%	8	8
<i>Mature</i>	0-19,9%	34	34
Decline	<0%		
Jumlah Sampel		44	

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Kebijakan Dividen. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diprosikan dengan *dividend payout ratio* yang diukur dengan menggunakan prosentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen. Formulasinya merupakan rasio antara dividen perlembar saham dengan laba perlembar saham

DPOUT= (Dividen Perlembar Saham:Laba Perlembar Saham)

Biaya keagenan. Biaya keagenan diproksikan dengan prosentase kepemilikan saham institusional (Bhattala et al., 1994; Souza, 1999; Fauzan, 2002. Adapun formulasinya adalah sebagai berikut:

AGENCYC = Prosentase saham yang dimiliki oleh institusi.

Kebijakan Hutang . Kebijakan hutang diberi simbol DEBT yang diukur dengan menggunakan rasio total hutang terhadap asset perusahaan (Jensen, Soberg dan Zorn, 1992).

DEBT= (Total Hutang:Total Aset)

Sales growth (SGROWTH). *Sales growth* menggambarkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan yang dapat menunjukkan besarnya kesempatan investasi. Tingkat *growth* yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982). Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Pertumbuhan penjualan dihitung dengan rata-rata pertumbuhan penjualan.

SALESG = [salest – salest-1] : [salest-1]

Model Penelitian

Model Pengujian hipotesis 1 dan 2.

Pada pengujian hipotesis ini untuk menguji pengaruh biaya keagenan, hutang pada kebijakan dividen.

$DPOUT = \alpha_0 + \beta_1 AGENCYC + \beta_2 SALESG + \beta_4 DEBT + \dots \dots \dots (i)$

$DPOUT = \alpha_0 + \beta_1 DEBT + \beta_2 SALESG + \beta_3 AGENCY + e \dots \dots \dots (ii)$

$DPOUT = \alpha_0 + \beta_1 DEBT + \beta_2 SALESG + \beta_3 AGENCY + e \dots \dots \dots (iii)$

Hipotesis ke 1 diterima apabila persamaan 1 koefisien β_1 negatif. Variabel kontrol yang digunakan dalam persamaan ini adalah DEBT dan SALESG, yang menggambarkan kesempatan investasi perusahaan, DEBT.

Hipotesis ke 2 untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen pada kondisi *growth* dan *mature*. Hipotesis kedua diterima apabila persamaan 2 koefisien β_1 negatif dan persamaan 3 koefisien β_1 positif. Variabel SALESG digunakan sebagai variabel yang mengkaraktriskan bahwa perusahaan diteliti dalam persamaan ini berada pada tahap *growth* dan *mature*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2. Dtatistik Deskriptif

VARIABEL	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std.Dev	Observ
DPOUT	31,5526	24,9300	300,07	0,06	35,4329	220
LDPOUT	2,6707 -	3,2160	5,7040	2,8134	1,6728	220
DEBT	0,4641	0,4542	2,4684	0,0054	0,2672	220
AGENCY	67,4626	72,12	99,33	5,56	20,3139	220
SALESG	0,1726	0,1385	0,9927	0,0015	0,1667	220

Dari Tabel 2 menggambarkan statistik deskriptif dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel DPOUT (*dividen payout ratio*) yang merupakan proksi dari kebijakan dividen dalam sebuah perusahaan memiliki rerata sebesar 31,5526 nilai tengah 24,9300 mempunyai nilai maksimum sebesar 300,7 dan nilai minimum sebesar 0,06 serta standar deviasi sebesar 35,43 menunjukkan adanya interval pembayaran dividen yang cukup tinggi. Dengan nilai rerata yang mencapai 31,5526 menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan di Indonesia membagi dividen dalam prosentase yang relatif tinggi karena pemegang saham menyukai dividen yang besar.

Variabel DEBT yang merupakan kebijakan hutang menunjukkan besarnya hutang dalam perusahaan. Variabel DEBT memiliki rerata sebesar 0,4641 nilai tengah 0,4542 Mempunyai nilai maksimum sebesar 2,4684 menunjukkan perusahaan menggunakan prosentase utang yang tinggi untuk membiayai operasionalnya maupun pertumbuhannya. Mempunyai nilai minimum sebesar 0,0054 serta standar deviasi sebesar 0,2672 Penggunaan hutang yang tinggi disebabkan karena profitabilitas perusahaan yang kecil sehingga kebutuhan dana dipenuhi dengan hutang.

Variabel AGENCY yang merupakan biaya keagenan (*agency cost*) yang diproksikan dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh institusi. Variabel AGENCY memiliki rerata sebesar 67,4626 nilai tengah 72,12 mempunyai nilai maksimum sebesar 99,33 dan nilai minimum sebesar 5,56 serta standar deviasi sebesar 20,3139 Angka ini menunjukkan bahwa angka kepemilikan institusi di Indonesia relatif tinggi, karena mencapai 67,4626.

Variabel SALESG yang merupakan tingkat pertumbuhan penjualan. Variabel SALESG memiliki rerata sebesar 0,1726 nilai tengah 0,1385 mempunyai nilai minimum sebesar 0,0015 dan nilai maksimum sebesar 0,9927 yang menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan yang diobservasi cukup besar. Variabel SALESG mempunyai nilai standar deviasi sebesar 1,1667.

Uji Ekonometri

Uji Multikolinearitas

Table.3
Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	VIF
DEBT	1.03
AGENCY	1.159
DPOUT	1.1851
SALESG	1.02

Pada Tabel 3 dapat dilihat bahwa tidak ada nilai VIF yang kurang dari 1 dan lebih dari 10. Hasil tersebut menunjukkan bahwa tidak terdapat multikolinieritas pada penelitian ini.

Uji Heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini, masalah heteroskedastisitas telah disembuhkan menggunakan *robust covariance* dari metode *White Heteroscedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance*.

Uji Autokorelasi

Pada penelitian yang menggunakan data panel, angka Durbin-Watson tidak dapat digunakan sebagai dasar dalam melakukan uji autokorelasi. Pada penelitian ini digunakan data panel, sehingga uji autokorelasi tidak perlu lagi dilakukan. Disamping itu pengujian ini sudah ditransformasi dari OLS menjadi GLS, sehingga masalah autokorelasi sudah tidak ada.

Hasil Regresi

Dari model penelitian yang digunakan, maka model pertama digunakan untuk menguji pengaruh variabel AGENCY sebagai sebagai proksi dari biaya keagenan terhadap kebijakan dividen. Model kedua dan ketiga digunakan untuk menguji pengaruh utang terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan dalam siklus *growth* dan *mature*. Dalam penelitian ini untuk membedakan pengaruh hutang terhadap dividen dengan menggunakan split sampel atau memisahkan antara perusahaan yang masuk dalam kategori tahap *growth* dan *mature*. Regresi dilakukan menggunakan program Eviews 4.1. Rangkuman hasil regresi dapat dilihat pada tabel 4 dan tabel 5. Hasil regresi pada tabel 4 menunjukkan bahwa variabel AGENCY, berpengaruh secara signifikan terhadap DPOUT. Nilai Adjusted R² sebesar 0,40 menunjukkan bahwa 40 % variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam persamaan atau model, sedangkan sisanya sebesar 0.60 atau sebesar 60 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model.

Berdasarkan pada tabel 4. variabel AGENCY signifikan pada nilai $\alpha = 10\%$, dan sementara variabel variabel independen DEBT sebagai variabel kontrol terbukti mempengaruhi kebijakan dividen, dan SALESG sebagai variabel kontrol tidak terbukti mempengaruhi variabel DPOUT atau kebijakan dividen.

Tabel 4
Rangkuman Hasil Regresi Uji Hipotesis 1

Variabel Indipenden	Variable Dependen DPOUT
C	4,9762 (5,3645)***
AGENCY	-0,0118 (-1,886)*
SALESG	0,1770 (0,1704)
DEBT	(-0,6713) -1,7337*

Keterangan:

*** signifikan pada level 1%

** signifikan pada level 5%

* signifikan pada level 10%

(selanjutnya berlaku untuk seluruh tabel)

Koefisien regresi variabel AGENCY adalah sebesar -0,0118 dengan nilai probabilitas sebesar 0,06(signifikan pada $\alpha = 10\%$). Hasil tersebut menunjukkan bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap dividen payout ratio. Hasil regresi tersebut membuktikan bahwa adanya hubungan antara biaya keagenan terhadap rasio pembayaran dividen. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima dan terdukung secara statistikal.

Koefisien regresi variabel SALESG adalah sebesar 0,1770 dengan nilai probabilitas sebesar 0,86. Hasil tersebut menunjukkan bahwa SALESG tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pada tabel 5 disajikan hasil regresi yang digunakan untuk menguji pengaruh utang terhadap kabijakan dividen pada saat perusahaan berada pada siklus *growth* dan *mature*, (persamaan ii dan iii). Hasil regresi pada tabel 5 menunjukkan bahwa variabel DEBT berpengaruh secara signifikan terhadap DPOUT pada saat perusahaan berada dalam tahap *growth*, sedangkan variabel, SALESG dan AGENCY tidak signifikan. Nilai Adjusted R2 sebesar 0,35 menunjukkan bahwa sebesar 35 % variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam persamaan atau model, sedangkan sisanya sebesar 0,65 atau sebesar 65 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Untuk kondisi *growth*, dengan variabel dependen DPOUT sebagai proksi dari biaya keagenan, variabel independen kebijakan utang (DEBT) memiliki koefisien regresi sebesar -0,5010 dan nilai probabilitas 0,09(signifikan pada $\alpha = 10\%$). Hal ini menunjukkan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi *growth* (hubungan substitusi). Dengan demikian hipotesis kedua(a) yang menyatakan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *growth* diterima dan terdukung secara statistical.

Variabel SALESG yang menggambarkan pertumbuhan perusahaan dilihat dari pertumbuhan penjualan pada saat kondisi *growth* memiliki koefisien regresi sebesar 0,2936 dan nilai probabilitas 0,95 artinya pertumbuhan penjualan perusahaan pada kondisi *growth* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. AGENCY memiliki koefisien regresi -0,0068 dan

nilai probabilitas sebesar 0,36. Artinya biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *growth*.

Tabel 5
Rangkuman Hasil Regresi Uji Hipotesis 2a dan 2b

Variabel Independen	Dependen Variabel	
	DPOUT	
	<i>Growth</i>	<i>Mature</i>
C	2,5894 (1,4390)	1.2044 (1.6949)*
DEBT	-0,5010 (1,7337)*	0,1587 (1,7457)*
SALESG	-0,2936 (-0,0535)	0,5823 (0,3194)
AGENCY	-0,0068 (-0,9220)	-0,0042 (-1,2554)
R Square	0,4395	0,4732
Adj R-Square	0,3571	0,4571
F-statistik	2,2346	3,2398

Hasil regresi pada tabel 5 menunjukkan bahwa variabel DEBT berpengaruh secara signifikan terhadap DPOUT pada saat perusahaan berada dalam tahap *mature*, sedangkan variabel, SALESG dan AGENCY, tidak signifikan. Nilai Adjusted R² sebesar 0,45 menunjukkan bahwa sebesar 0,45 % variasi dari variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel-variabel dalam persamaan atau model, sedangkan sisanya sebesar 55 % dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Pada persamaan (4) untuk kondisi *mature*, dengan variabel dependen DPOUT sebagai proksi dari biaya keagenan, variabel independen kebijakan utang (DEBT) memiliki koefisien regresi sebesar 0,1587 dengan probabilitas sebesar 0,08 (signifikan pada $\alpha = 10\%$), artinya utang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (hubungan komplementer). Dengan demikian hipotesis kedua(b) yang menyatakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *mature* diterima.

Variabel SALESG yang menggambarkan pertumbuhan perusahaan yang dilihat dari pertumbuhan penjualan pada saat kondisi *growth* memiliki koefisien regresi sebesar 0,5823 dengan probabilitas sebesar 0,74 dengan demikian pertumbuhan penjualan perusahaan pada kondisi *mature* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Variabel AGENCY memiliki koefisien regresi sebesar -0,0042 dengan probabilitas sebesar 0,21. Artinya biaya keagenan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *mature*.

Uji Hipotesis dan Pembahasan

4.5.1. Hipotesis 1

Hipotesis 1 menyatakan bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dari hasil uji regresi yang dilakukan, didapatkan bahwa koefisien regresi variabel biaya keagenan (AGENCY) ternyata mempunyai arah yang negatif dan signifikan pada level 10%, maka H1 penelitian ini diterima dan sesuai dengan prediksi bahwa biaya keagenan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dengan kata lain, adanya biaya keagenan mempengaruhi kebijakan dividen. Hasil ini sesuai dengan penemuan dari D'Souza dan Saxena, (1999) dan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menyatakan bahwa dalam *agency conflict*, aktivitas 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, meskipun ada cara lain untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran dividen kepada para pemegang saham.

Sesuai argumen Jensen dan Meckling (1976), dinyatakan bahwa dalam upaya mengontrol terjadinya konflik keagenan diperlukan kegiatan external monitoring. Kelompok yang dapat bertindak dalam hal ini adalah analis, perusahaan broker dan kepemilikan institusional, maka dividen yang harus dibayarkan untuk mengurangi konflik keagenan agar menjadi semakin kecil. Hasil ini juga mendukung temuan dari Crutchley, Jensen, Jahera dan Raymond (1999) bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan cenderung menggunakan dividen lebih rendah. Variabel kontrol masing-masing dalam hipotesis 1, SALES_{GT} yang menggambarkan besarnya pertumbuhan penjualan ditemukan memiliki arah hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar pertumbuhan penjualan maka dividen yang dibagikan juga semakin besar. Arah hubungan ini sesuai dengan temuan dari Kallapur et al. (1999) namun dalam penelitian ini ditemukan hasil tidak signifikan. DEBT ditemukan mempunyai arah hubungan negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, hasil ini sesuai dengan temuan dari Crutchley et al. (1999), Chen dan Steiner (1999) dimana hubungannya bersifat substitusi.

Hipotesis 2

Hipotesis 2a menyatakan bahwa utang (DEBT) akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi atau tahap *growth*. Dari hasil uji regresi yang dilakukan, didapatkan bahwa koefisien regresi variabel utang (DEBT) adalah negatif dan signifikan pada level 5% , maka H2a penelitian ini diterima. Hal ini sesuai dengan prediksi yang menyatakan bahwa, bahwa utang (DEBT) akan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi atau tahap *growth*. Dengan kata lain, adanya utang mempengaruhi kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi tahap *growth*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et al (1992) berpendapat bahwa hutang memiliki hubungan kausal negatif dengan dividen. Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagian keuntungan untuk membayar hutang. Penggunaan utang dapat menurunkan konflik manajer dengan pemilik. Pada saat yang sama, terjadi peningkatan pengendalian oleh *debtholder* melalui konsekuensi komitmen perusahaan untuk memenuhi kewajiban pokok pinjaman dan bunga pinjaman dari *internal cash flow*. Itu mengakibatkan dividen yang dapat dibayarkan menurun. Dengan demikian, temuan penelitian ini sesuai dengan teori keagenan yang mengatakan bahwa kebijakan utang dan dividen bersifat substitusi karena keduanya merupakan pengendalian konflik keagenan. Berkaitan dengan siklus hidup perusahaan pada tahap *growth*, maka hasil penelitian ini sesuai dengan argumen biaya agen menawarkan dukungan untuk teori tahap hidup struktur modal dengan pola hubungannya adalah rendah-tinggi-tinggi. Dari sisi teori biaya agen, perusahaan yang berada dalam tahap *growth* sebaiknya menggunakan hutang lebih sedikit karena dalam tahap ini konflik agensi yang terjadi masih rendah. Sesuai dengan argumen biaya agen maka perusahaan yang masih muda (*growth*) cenderung dikelola oleh pemiliknya sehingga kemungkinan terjadi konflik keagenan akan kecil

sehingga membutuhkan utang dalam jumlah yang sedikit agar dapat membayarkan dividen meskipun masih dalam jumlah yang rendah.

Hipotesis 2b menyatakan bahwa utang (DEBT) akan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi atau tahap *mature*. Dari hasil uji regresi yang dilakukan, didapatkan bahwa koefisien regresi variabel utang (DEBT) adalah positif dan signifikan pada level 10% , maka H2a penelitian ini diterima. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Emerly dan Finnerty, 1997, dimana pengaruh kebijakan utang terhadap kebijakan dividen adalah positif. Dimana perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar maka akan membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui utang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan utang secara searah. Kas internal perusahaan digunakan untuk membayar dividen sehingga diperlukan tambahan dana eksternal melalui utang (*free cash flow hypothesis*).

Hasil dalam penelitian ini sesuai dengan prediksi yang menyatakan bahwa bahwa utang (DEBT) akan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam kondisi atau tahap *mature*. Hasil penelitian ini mendukung penemuan Emerly dan Finnerty (1997). Penggunaan utang dapat menurunkan konflik manajer dengan pemilik. Kondisi kepemilikan tinggi menyebabkan *moral hazard* semakin parah karena dilakukan oleh dua pihak sedangkan pada kepemilikan rendah pada perusahaan tahap *growth* dilakukan hanya oleh manajemen. Keparahan konflik pada kondisi *mature* ini memerlukan dua cara sekaligus yaitu utang dan dividen. Hal ini berarti kebijakan utang dan dividen digunakan secara bersama-sama dalam mengendalikan konflik keagenan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Emerly dan Finnerty (1997). Adanya konflik keagenan yang lebih tinggi disebabkan karena keterlibatan dua pihak (institusional dan manajemen) dalam tindakan *perquisites* yang merugikan pemegang saham lain. Hal ini menyebabkan kebijakan utang dan dividen dilakukan sekaligus untuk mengurangi konflik keagenan sehingga hubungan kebijakan utang dan dividen searah. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan argumen entrenchment, dimana tahap *mature* kemungkinan struktur kepemilikan akan meningkat yang akan mengakibatkan konflik keagenan semakin tinggi. Konflik ini bisa terjadi antara pihak pemegang saham dan manajemen atau pemilik institusional dengan manajemen. Tingginya konflik keagenan ini dapat diatasi dengan mekanisme kebijakan utang dan dividen sehingga hubungan keduanya searah. Berkaitan dengan siklus hidup perusahaan pada tahap *mature*, maka hasil penelitian ini sesuai dengan argumen biaya agen menawarkan dukungan untuk teori tahap hidup struktur modal dengan pola hubungannya adalah rendah-tinggi-tinggi. Dari sisi teori biaya agen, perusahaan yang dalam tahap *mature* sebaiknya menggunakan utang lebih banyak dengan tujuan untuk mengontrol biaya agen atau konflik keagenan. Dimana keadaan perusahaan tahap *mature* memiliki lebih banyak *shareholder* dan struktur kepemilikan yang semakin meningkat yang dapat memicu timbulnya konflik keagenan dari pada perusahaan *growth*, untuk dapat mengurangi konflik agen antara pemilik dan manajer maka digunakan utang dan dividen secara bersama-sama dalam jumlah yang tinggi.

SALESG yang menggambarkan pertumbuhan penjualan dan membedakan kategori *growth* dan *mature* diketahui mempunyai arah hubungan yang negatif pada kelompok *growth* dan arah positif ditemukan pada kelompok *mature*. AGENCY ditemukan memiliki arah hubungan

yang negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini sesuai dengan penemuan dari D'Souza dan Saxena, (1999) dan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992).

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis penelitian dari 44 perusahaan dari semua yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta selama periode 2011 sampai dengan 2015, dapat ditarik kesimpulan: Pertama, Pengaruh biaya keagenan yang diproksikan dengan kepemilikan institusional adalah negatif dan signifikan terhadap dividen. Maka dapat disimpulkan bahwa adanya kepemilikan institusional berpengaruh terhadap dividen. Hasil ini sesuai dengan penemuan dari D'Souza dan Saxena, (1999) dan Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) menyatakan bahwa dalam *agency conflict*, aktivitas 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. Apabila kepemilikan institusional mampu menurunkan konflik dan biaya keagenan maka dividen akan digunakan lebih rendah dalam mengurangi konflik keagenan (Crutchley et al. 1999).

Kedua, Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *growth*. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen et al (1992) berpendapat bahwa hutang memiliki hubungan kausal negatif dengan dividen. Perusahaan menurunkan pembayaran dividen karena sebagai keuntungan untuk membayar hutang. Pada kondisi perusahaan mengalami pertumbuhan yang tinggi maka diperlukan tambahan dana eksternal walaupun dalam jumlah yang kecil. Sehingga perusahaan terikat akan beban hutang yang selalu harus dibayarkan, dimana hal ini menyebabkan dividen yang dibayarkan pada tahap *growth* rendah.

Ketiga, Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada saat perusahaan berada dalam tahap *mature*. Hasil penelitian ini sesuai dengan temuan Emerly dan Finnerty, 1997, dimana pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen adalah positif. Pada perusahaan dalam kondisi *mature* menggunakan hutang yang tinggi dikarenakan untuk mengurangi konflik keagenan, karena dalam kondisi ini konflik yang terjadi tinggi maka dividen dan hutang digunakan secara bersamaan. Disamping itu perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar maka akan membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang sehingga kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan hutang secara searah. Hasil ini secara keseluruhan mendukung penelitian dari Gup dan Aggrawal (1996) bahwa perusahaan pada tahap *mature* akan membayarkan dividen lebih tinggi dari pada perusahaan pada tahap *growth*, dengan kata lain adanya peningkatan dividen yang dibayarkan dari tahap *growth* ke *mature*.

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, Ambibola. 1998. "Does Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firm in the UK." *Journal of Business Finance*, pp:11271155
- Adizes, I. 1979. 'Organizational passages – Diagnosing and Treating Lifecycle Problems of Organisations', *Organizational Dynamics*, 8 (1):3-25.

- Anthony. J. H., And K. Ramesh. 1998, "Association Between Accounting Performance Measures and Stock Price: A Test of The Life Cycle Hypothesis." *Journal Of Accounting Economics* 15. Pp:203-631
- Aggrawal, Pankaj & Gup. E, Benton. 1996 "The Product Life Cycle: A paradigm For Understanding Financial Management". *Financial Practice and Education- Fall/Winter*.
- Barclay, M., Clifford W. Smith Jr., dan Ross L. Watts, 1995, The Determinants of Leverage and Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4);4-19
- Bathala, C.T., Moon, K.P dan Rao R.P., 1994 Managerial Ownership, Debt Policy and The Impact Of The Institutional Holding: An Agency Perspective, *Financial Management*, 38-50
- Black , Ervin L. 1998. "Life Cycle Impacts on the Incremental Value- Relevance Of Earnings And Cash Flow Measure" *Journal Of Financial Statement Analysis*, Fall, Vol. 4. Issue 1
- Borokhovich. A. K., Brunarski. K. R., Harman. Y., & Kehr. B. J. 2005. "Dividends, Corporate Monitors and Agency Costs". *The Financial Review*.40., pp.37-65
- Brook, B., Charlton, W., and Hendershott. 1998. " Do Firms Use Dividend to Signal Large Future Cash Flow Increases?" *Journal of Financial Management (Autum)*, pp:46-57
- Brigham, Gapenski and Daves International Financial Management. 5th edition. The Dryden Press, New York. 1996
- Brigham. E.F. & Houston. F. Joel. 2004. Fundamental Of Financial Management. 10 edition. Thomson-South Weastern.
- Chen. R. Carl., & Steiner L. Thomas. 1999. "Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy". *The Financial Review*., pp. 119-136
- Crutchley, C. E & Hansen, R . S. Winter 1989. Atest of Agency Theory Of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*
- D'Souza, J. 1999. "Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy- An International Perspective". *Managerial Financial*. Vol.25. No.6. pp.35-41
- De Angelo Harry, DeAngelo Linda & Stulz M Rene. 2006 "Dividend Policy and Earned/Contributed Capital Mix: A Test of The Life Cycle Theory" *Journal Of Financial Economics*. 81. Pp:227-254.
- Easterbrook, Frank H. September 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends, *American Econimic Review*. Vol 74., pp. 650-659

- Emery, D.R., dan D.J.Finnerty(1997), Corporate Financial Managemant, *International Edition, Prentice Hall, New Jersey.*
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 2000. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?" *Journal of Financial Economics 60, pp:3-43*
- Fauzan, September 2002. "Hubungan Biaya Keagenan, Resiko Pasar, Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Dividen". *Jurnal Akuntansi Keuangan Vol.1 NO.2*
- Frielinghaus. A., Mostert B. and Firer C. 2005 " Capital Structure and The Firm's Life Stage" *South Africa Journal Business Management. 36(4)*
- Friend I. dan Lng L. H.P., 1988 An Empirical Test of The Impact of Managerial Self – Interst on Corporate Capital Structure, *Journal of Finance 43, 271-282*
- Gujarati. D.N. 2003 Basic Econometrics. McGraw-Hil.
- Hamid, Abdul, 1999. Studi Terhadap Strategi Prospector dan Defender Dan Hubngannya Dengan Harga Saham Dengan Pendekatan Life Cycle Theory, *Tesis Tidak Dipublikasi.* Universitas Gajah Mada.
- Harris, M., dan Raviv, A., 1990, Capital Structure and The Information Role of Debt. *Journal of Finance.321-349*
- Husnan, Suad. 2005. "Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas" Edisi Keempat. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Ismiyanti, F., 2003, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan, *Thesis Tidak Dipublikasi.* Universitas Gajah Mada.
- Jensen, M.C.1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review, 76(2):323-330*
- Jensen, M.C., dan Meckling, W.H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics 3, 305-360.*
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg, and Thomas. Zorn. 1992. "Simulataneous determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies." *Journal of Financial of Quantitative Analysis, Vol. 27, No. 2. pp:247-263*
- Kallapur, S & Trombley.1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth". *Journal of Business Finance and Accounting 26.*

- Levy, H., dan M. Sarnat. 1990. *Capital Investment and Financial Decision*. Fourth Edition. Prentice-Hall. Inc.
- Mahadwarta, PutuAnom, 2005. "Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan". *Disertasi Tidak Dipublikasi*. Universitas Gajah Mada.
- Miller, M and F, Modigliani, 1961, "dividend policy, *Growth* and The Valuation Shares." *Journal of Business*(October), 411-433
- Morck. R., Shleifer. A., and Vishny. R., 1998. Managerial Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*. 20. 293315
- Mueller C Dennis A "Life Cycle Theory of the Firm" *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 20, No. 3. (Jul., 1972), pp. 199-219
- Pasley, Mary M and George C. Philippatos. 1990. "Voluntary divestitures and Corporate life-cycle: Some Epirical Evidence". *Applied Financial Economics*. pp:1181-1196
- Roseff, M. *Growth*. Fall 1982. "Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio". *Journal Of Financial Research*.pp.249-259.
- Sutrisno, 2001, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen payout ratio pada Perusahaan Kepemilikan di Indonesia," *Working Paper*
- Swaminathan. B, Michaely. R, & Grullon Gustavo, 2002. "Are Dividend Changes A Sign Of Firm Maturity?" *The Journal Of Business*. July. Vol. 75, No. 3. Pp. 387-242
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. BPFE.
- Tandelilin, E., 2003, "Analisis Interdependensi Kebijakan Leverage, Dividen dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Keagenan", *Working Paper*, QUE Manajemen, Universitas Gajah Mada 1-61.
- Tandelilin, E., dan Wilberforce, T., 2002, "Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict", *Gajah Mada International Journal of Busines* 4/1, 31-34.
- Yulita, Triadiarti. 2004. Pengaruh Rasio Pembayaran Dividen Yang Dimoderasi Dengan Aliran Kas Bebas Utang Dan Umur Perusahaan Terhadap *Return Saham*. *Tesis Tidak Dipublikasi*. Universitas Gajah Mada.

