

**ANALISIS *DIVIDEND PAYOUT RATIO*, *MANAGEMENT OWNERSHIP*,
INSTITUTIONAL OWNERSHIP, DAN *AGENCY COST* SERTA
PENGARUHNYA TERHADAP HARGA SAHAM**

(STUDI PADA INDUSTRI PERKEBUNAN YANG LISTING DI BEI)

Suskim Riantani & Achmad Faizal
Universitas Widyatama Bandung
e-mail: suskim.riantani@widyatama.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *agency cost* terhadap harga saham. *Dividend payout ratio* diukur melalui perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*. *Managerial ownership* diukur dengan persentase total saham manajer terhadap total saham beredar. *Institutional ownership* diukur dengan persentase total saham institusi terhadap total saham beredar. *Agency cost* diukur melalui *selling and general administrative* yaitu perbandingan antara *operating expense* dengan *total sales*. Harga saham diukur melalui harga penutupan (*closing price*). Metode penelitian menggunakan metode deskriptif analisis dan verifikatif. Analisis statistik menggunakan analisis regresi dan determinasi dengan terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik. Statistik uji yang digunakan adalah F test dan t test. Unit analisis meliputi seluruh perusahaan yang tergabung dalam industri perkebunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2005-2009. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*, sehingga terdapat 12 perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Data diperoleh dengan melakukan *pooling data* yaitu gabungan *cross section* dan *time series*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa secara simultan *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *agency cost* mempengaruhi harga saham secara signifikan. Sedangkan secara parsial, hanya *dividend payout ratio* yang signifikan mempengaruhi harga saham. Sedangkan *managerial ownership*, *institutional ownership* dan *agency cost* masing-masing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

Kata kunci: *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*,
agency cost, harga saham

***THE ANALYSIS OF DIVIDEND PAYOUT RATIO, MANAGEMENT
OWNERSHIP, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, AGENCY COST AND
THEIR CONTRIBUTION TO THE STOCK PRICE OF PLANTATION
INDUSTRY LISTED IN BEI***

Suskim Riantani & Achmad Faizal
Universitas Widyatama Bandung
Email: suskim.riantani@widyatama.ac.id

Abstract

The research investigates the effect of financial ratios such as Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Agency Cost to the stock price of plantation industry. Dividend Payout Ratio measured by ratio between Dividend Per Share and Earning Per Share. Managerial Ownership measured by the percentage of manager stocks to total outstanding stocks. Institutional Ownership measured by percentage of the total of institution's stock to total outstanding stock. Agency Cost measured by Selling and General Administrative which is the ration between Operating Expense and Total Sales. Stock Price measured by the Closing Price. The investigation used descriptive and verificative method. The statistical analysis used the multiple linier regression model and test the classical assumptions before testing the t test, F test and also the determination and correlation analysis. The unit analysis in this research are all the plantation firms listed in BEI for the period 2005-2009. The purposive sampling technique using judgment sampling is using as a sampling method and as a result we have twelve samples. The data obtain is the pooling data which is the combination between cross section and time series data. The results showed that simultaneously financial ratios which are Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Agency Cost contributed to the stock price of plantation industry with a significant effect. Meanwhile partially only Dividend Payout Ratio have significant effect to the price of the stocks.

Keywords: *Dividend Payout Ratio, Managerial Ownership, Institutional Ownership, Agency Cost, stock price, plantation industry.*

PENDAHULUAN

Komoditas industri perkebunan telah tumbuh secara signifikan dalam dua puluh tahun terakhir dan menjadi penopang kuat pertumbuhan indeks harga saham gabungan (IHSG) pada bursa saham Indonesia. Sejak tahun 2006 Indonesia telah menjadi produsen minyak sawit (Crude Palm Oil/CPO) terbesar di dunia, mengungguli Malaysia yang pada periode sebelumnya merupakan produsen terbesar. Pada tahun 2008, total produksi minyak sawit Indonesia dan Malaysia mencapai sekitar 85% dari total produksi minyak sawit (CPO) dunia (strategika.wordpress.com/2011/01/16/perusahaan-sawit-di-bei). Krisis keuangan global sejak tahun 2008 telah menyebabkan lemahnya pertumbuhan ekonomi di AS, Uni Eropa, Inggris, Jepang, Korea, dan China. Hal tersebut telah membawa dampak pada menurunnya harga minyak mentah dunia yang kemudian membawa dampak pada menurunnya perkembangan pasar komoditas. Harga CPO yang menjadi komoditas andalan ekspor Indonesia pun pada Februari

2008 mengalami penurunan hampir 42 persen. Penurunan tersebut diperkirakan terus berlanjut hingga akhir tahun 2012 (<http://www.pelita.or.id>, 30 September 2012). Tren penurunan harga minyak sawit (CPO) dunia membawa dampak pada menurunnya kinerja industri perkebunan yang ditandai dengan menurunnya saham-saham sebagian besar emiten sektor agribisnis. Penurunan harga saham tersebut terutama dialami oleh perusahaan perkebunan berkapitalisasi besar, seperti harga saham PT Astra Agro Lestari Tbk (AALI) hingga 16 Mei 2012 turun 12,9%. Harga saham PT Bakrie Sumatra Plantation Tbk (UNSP) turun 8,77% dan PT Smart Tbk (SMAR) turun 3,13% (<http://www.bakrie-brothers.com>, Tuesday, May 22, 2012).

Kinerja pasar saham merupakan refleksi dari kondisi perekonomian dan industri secara umum. Harga saham sebagai indikator nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon investor sebagai imbal atas kinerja keuangan perusahaan. Oleh karena itu tinggi rendahnya harga saham mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan yang bersangkutan. Harga saham suatu perusahaan dipengaruhi oleh faktor internal perusahaan berupa kondisi dan kinerja keuangan perusahaan, faktor eksternal (seperti yang diilustrasikan di atas), dan semua hal yang terkait dengan pasar saham. Adanya berbagai faktor tersebut menyebabkan analisis harga saham menjadi tidak mudah untuk dilakukan. Kesulitan dalam memprediksi harga saham menuntut dilakukannya analisis tentang saham. Analisis saham dimaksudkan untuk memprediksi tren perkembangan harga saham. Analisis dapat dilakukan dengan mengkaji aspek-aspek yang berhubungan dengan harga saham, baik aspek teknikal maupun aspek fundamental yang terkait dengan kinerja finansial perusahaan berupa laba per lembar saham, tingkat risiko dari proyeksi laba, proporsi hutang terhadap ekuitas, serta kebijakan pembagian dividen. Selain kebijakan dividen, faktor fundamental lainnya yang mempengaruhi harga saham

dan menjadi fokus perhatian pada penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham perusahaan, serta biaya agensi.

KAJIAN PUSTAKA

Menurut Ross et al., (2006:94), "*Dividend payout ratio: the amount of cash paid out to shareholders dividend by net income.*" Berdasarkan pengertian tersebut, maka dalam penelitian ini *dividend payout ratio* sebagai indikator kebijakan dividen diukur dengan membandingkan bagian laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen (*dividend per share*) dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham (*earning per share*). Kebijakan dividen menyangkut keputusan mengenai seberapa besar dana yang berasal dari laba harus diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan (*reinvestment*) dan seberapa besar yang harus dibayarkan dalam bentuk dividen. Kebijakan dividen yang menghasilkan tingkat pertumbuhan dividen dari tahun ke tahun akan meningkatkan kepercayaan para investor. Secara tidak langsung hal tersebut dapat memberikan informasi bahwa kemampuan perusahaan dalam menciptakan laba juga semakin meningkat. Informasi seperti itu dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran saham di pasar modal, yang pada akhirnya akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika perusahaan menahan sebagian besar laba untuk *reinvestment* berarti bagian laba yang tersedia untuk pembayaran dividen menjadi kecil. Akibatnya, dividen yang diterima pemegang saham tidak sebanding dengan risiko yang mereka tanggung. Dengan demikian maka kebijakan dividen yang ditunjukkan dengan *dividend payout ratio* berpengaruh terhadap harga saham, hal ini sejalan dengan hasil penelitian Fadah (2007), Sujoko (2007), Haruman (2007), Werner (2008), Yuningsih (2002).

Struktur kepemilikan saham merupakan variabel lainya yang juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan (harga saham). Menurut Jensen and Meckling (1976) dalam Taswan (2003) “struktur kepemilikan dibedakan menjadi dua yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional”. Berdasarkan sumber tersebut maka dalam penelitian ini struktur kepemilikan hanya mendasarkan pada kepemilikan saham oleh pihak manajer (*Managerial ownership*) dan kepemilikan saham oleh pihak institusi (*Institutional ownership*). *Managerial ownership* diukur dari proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer (Tarjo dan Hartono, 2003).. Menurut Aida (2004) kepemilikan manajerial adalah persentase saham biasa yang dimiliki oleh *Board of Management*. Dalam penelitian ini *Managerial ownership* akan diukur melalui persentase total saham manajer terhadap total saham beredar. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh pihak manajer dapat mempengaruhi harga saham. Berdasarkan pendekatan keagenan, *managerial ownership* dianggap sebagai sebuah *instrument* untuk mengurangi konflik keagenan diantara berbagai klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Peningkatan persentase *managerial ownership* akan mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham lainnya, sehingga manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja serta tanggung jawab atas peningkatan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai saham perusahaan. Selain itu *managerial ownership* sebagai *insiders ownership* juga akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya sehingga, akan semakin hati-hati dalam pengambilan keputusan. Dengan demikian *managerial ownership* berpengaruh terhadap harga saham, hal ini sejalan dengan hasil penelitian Taswan (2003), Meythi (2005), Sujoko (2007) dan Haruman (2008).

Institutional ownership merupakan proporsi kepemilikan saham perusahaan oleh institusi. Dalam penelitian ini *institutional ownership* diukur melalui persentase total saham institusi terhadap

total saham beredar (Fuad, 2005). *Institutional ownership* sebagai variabel yang juga dapat mempengaruhi nilai perusahaan (harga saham). Pemilikan sebagian besar saham oleh pihak institusi memegang peranan penting bahwa insitisi sebagai *outsider ownership* dapat memonitor dan mengendalikan perilaku manajer secara lebih efektif, sehingga manajer akan bertindak lebih hati-hati dalam pengambilan keputusan dan selalu berusaha untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham yang tercermin dari peningkatan harga saham. Demikian hasil penelitian yang dilakukan oleh Lins & Karl (2002), bahwa konsentrasi kepemilikan saham pada insitisi sebagai pihak luar perusahaan (*outsider ownership*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan Hal tersebut sejalan dengan penelitian Sujoko (2007), Haruman (2007), Haruman (2008),

Agency cost merupakan ongkos atau risiko yang terjadi ketika pemegang saham membayar manajer untuk menjalankan sebuah tugas dimana kepentingan manajer bertentangan atau tidak selaras dengan kepentingan pemegang saham. Pemegang saham menghendaki manajer menjalankan perusahaan dengan kaidah-kaidah yang memungkinkan maksimalisasi nilai saham, sementara manajer berkepentingan membangun bisnis melalui ekspansi secara cepat yang bisa jadi malah menurunkan harga saham perusahaan. “*Agency cost is cost associated with monitoring management to ensure that it behaves in ways consistent with the firm’s contractual agreements with creditors and shareholders*” (Van Horne et al., 2004:476). “*Agency costs is conflicts of interest arise between stockholders and bondholders when a firm has debt, because of this stockholders are tempted to pursue selfish strategies. These conflicts of interest which are magnified when financial distress is incurred*” (Ross et al., 2006:438). Pengaruh konflik antara pemegang saham dengan manajer akan menurunkan nilai perusahaan, kerugian inilah yang merupakan *agency cost equity* bagi perusahaan, dimana *agency cost* merupakan penjumlahan

dari biaya *monitoring*, *bonding expenditure*, dan *residual loss* (Jensen and Meckling, 1976). Menurut hasil penelitian Fadah (2007) bahwa variabel dividen kas, risiko maupun biaya keagenan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dalam penelitian ini *agency cost* diukur melalui *selling and general administrative* yaitu perbandingan antara *operating expense* dengan *total sales* (Fadah, 2007), Yustina (2008), dan Tjandrawan (2009).

Harga saham (*Closing price*) sebagai indikator nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon investor sebagai imbal atas kinerja keuangan perusahaan. Tinggi rendahnya harga saham perusahaan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan yang bersangkutan. Myers (1984) menyatakan bahwa “nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi dan pengeluaran dimasa yang akan datang”. Banyak faktor yang dapat mempengaruhi tinggi rendahnya harga saham, diantaranya yang menjadi fokus penelitian ini adalah kebijakan dividen melalui *dividen payout ratio* (DPR), struktur kepemilikan saham melalui *managerial ownership* (MOWN) dan *institutional ownership* (IOWN), serta biaya agensi (*agency cost*) yang diukur melalui *selling and general administrative* (SG&A).

Berdasarkan penjelasan di atas, maka hipotesis dalam penelitian ini sbb:

- H₁ : *Dividend payout ratio* (DPR) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham (CP)
- H₂ : *Managerial ownership* (MOWN) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham (CP)
- H₃ : *Institutional ownership* (IOWN) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham (CP)
- H₄ : *Agency cost* (SG&A) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga saham (CP)
- H₅: *Dividend payout ratio* (DPR), *Managerial ownership* (MOWN), *Institutional ownership* (IOWN) dan *Agency cost* (SG&A) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap harga Saham (CP)

METODE PENELITIAN

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode deskriptif analisis dan metode verifikatif. Data yang diolah merupakan data panel/*polled data* yaitu gabungan dari data *cross section* (antar perusahaan) dan *time series* (antar waktu). Variabel penelitian terdiri dari: *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, *agency cost* sebagai *independent variables* dan harga saham sebagai *dependent variable*, berikut gambarannya:

Tabel 1. Operasional Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Indikator	Skala	Rujukan
<i>Dividend Payout Ratio (DPR)</i>	Rasio yang membandingkan bagian laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham.	DPR = <hr/>	Rasio	Ross et al., (2006:94), Arthur, dkk (2005:609), Mamduh (2004: 44), dan Gitman (2006 : 602)
<i>Managerial Ownership (MOWN)</i>	Proporsi saham yang dimiliki manajer pada akhir tahun yang dinyatakan dalam %	Persentase total saham manajer terhadap total saham beredar	Rasio	Jensen and Meckling (1976), Taswan (2003), Tarjo dan Hartono (2003), Aida (2004)
<i>Institutional Ownership (IOWN)</i>	Proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang dinyatakan dalam %.	Persentase total saham institusi terhadap total saham beredar	Rasio	Jensen and Meckling (1976), Fuad (2005), Lins & Karl (2002),
<i>Agency Cost (SG&A)</i>	Biaya yang ditanggung pemegang saham untuk mendorong manajer agar memaksimalkan harga saham jangka panjang dari pada bertindak sesuai kepentingan sendiri	<i>Selling & General Administrative</i> = <hr/>	Rasio	Jensen & Meckling (1976), Van Horne et al., (2004:476). Fadah (2007), Yustina (2008), Ali

				(2002)
Harga Saham (CP)	Harga saham rata-rata perusahaan pada saat penutupan (<i>closing price</i>)	<i>Closing Price</i>	Rasio	Husnan (2002:303) Sutrino, (2003:355) Myers (1984)

Unit analisis meliputi seluruh perusahaan yang termasuk ke dalam industri perkebunan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2005-2009. Teknik pengambilan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* tipe *judgement sampling*, dengan kriteria: (1). perusahaan-perusahaan perkebunan yang terdaftar dalam ICMD dan listing di BEI selama periode 2005-2009, (2). perusahaan-perusahaan tersebut mempublikasikan laporan keuangan tahunan yang lengkap selama tahun 2005–2009. Berdasarkan kriteria tersebut maka terdapat 12 perusahaan perkebunan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini, berikut gambarannya:

Tabel 2. Sampel Penelitian

No.	Perusahaan
1	Astra Argo Lestari Tbk
2	Bahtera Adimina Samudra Tbk
3	Bakrie Sumatera Plantation Tbk
4	Bisi International Tbk
5	BW Plantation Tbk
6	Central Proetinaprima Tbk
7	Dharma Samudra Fishing IndustriesTbk
8	Gozco Plantation Tbk
9	Inti Agri Resources Tbk
10	PP London Sumatera Indonesia Tbk
11	Sampoerna Agro Tbk
12	Wahana Phonix Mandiri Tbk

Sumber: Indonesia Capital Market Directory

Analisis statistik meliputi analisis regresi dan determinasi dengan terlebih dahulu melakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas data, uji autokorelasi (menggunakan uji Durbin Waston), uji heteroskedastis dengan menggunakan *scatterplot model* yaitu melalui diagram

pencar antara nilai yang diprediksi (*ZPRED*) dan *studentized residual* (*SRESID*), serta uji multikolinearitas. Statistik uji menggunakan uji F untuk menguji pengaruh simultan dan uji t untuk menguji pengaruh parsial. dengan mengestimasi model penelitian:

$$CP = \beta_0 + \beta_1 DPR + \beta_2 MOWN + \beta_3 IOWN + \beta_4 SG\&A +$$

HASIL ANALISIS

Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa data berdistribusi normal, tidak terjadi multikolinearitas di antara *independent variables*, dan tidak terjadi autokorelasi. Untuk mengetahui hubungan *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *agency cost*, terhadap harga saham secara simultan dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 3. Hasil Estimasi Analisis Regresi Berganda

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Sig.
		B	Std. Error	t
1	(Constant)	40,356	379,683	,916
	DPR	200,676	16,961	,000
	MOWN	-295,257	212,557	,171
	IOWN	10,422	7,066	,147
	SG&A	-1149,749	1180,526	,335

a. Dependent Variable: CP

Berdasarkan tabel tersebut diperoleh model persamaan sebagai berikut :

$$CP = 40,365 + 200,675DPR - 295,256MOWN + 10,422IOWN - 1149,748SG\&A +$$

Divident payout ratio (DPR) memiliki nilai koefisien regresi positif, hal ini menunjukkan bahwa peningkatan *dividend payout ratio* (DPR) akan meningkatkan harga saham. Tabel tersebut juga menunjukkan bahwa hasil uji statistik dengan menggunakan t test, secara parsial

dividend payout ratio (DPR) memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham, dengan nilai probabilitas 0,000. *Managerial ownership* (MOWN) memiliki nilai koefisien regresi negatif, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi *managerial ownership* (MOWN) akan menurunkan harga saham. Hasil uji statistik dengan menggunakan t test menunjukkan bahwa secara parsial *managerial ownership* (MOWN) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham dengan nilai probabilitas 0,171. *Institutional ownership* (IOWN) memiliki nilai koefisien regresi positif, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi proporsi *institutional ownership* (IOWN) akan meningkatkan harga saham. Hasil uji statistik dengan menggunakan t test menunjukkan bahwa secara parsial *institutional ownership* (IOWN) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham dengan nilai probabilitas 0,147. *Agency cost* yang diukur melalui *selling and general administrative* (SG&A) memiliki nilai koefisien regresi negatif, hal ini menunjukkan bahwa kenaikan *agency cost* (SG&A) akan menurunkan harga saham. Hasil uji statistik dengan menggunakan t test menunjukkan bahwa secara parsial *agency cost* (SG&A) tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham dengan nilai probabilitas 0,335. Tingkat signifikansi yang digunakan sebesar 95%.

Untuk mengetahui hubungan variabel antara *dividend payout ratio*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *agency cost*, terhadap harga saham secara simultan, dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4. Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,876(a)	,767	,748	1069,30767	1,746

a Predictors: (Constant)DPR, MOWN, IOWN, SG&A

b Dependent Variable: CP

Hasil perhitungan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,767 atau 76,7%. Hal ini berarti bahwa 76,7% variasi dari harga saham dijelaskan oleh variable *dividend payout ratio* (DPR), *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN), dan *agency cost* (SG&A). Sedangkan sisanya 23,3% dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model. Nilai *adjusted R Square* sebesar 0,748 menunjukkan bahwa hasil regresi variabel *dividend payout ratio* (DPR), *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN), dan *agency cost* (SG&A) dapat menerangkan harga saham sebesar 74,8%.

Hasil pengujian hipotesis secara simultan antara variable *dividend payout ratio* (DPR), *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN), dan *agency cost* (SG&A) terhadap harga saham dengan menggunakan statistik uji F, dapat dilihat pada tabel berikut

Tabel 5. ANOVA ^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2E+008	4	46086890,36	40,306	,000 ^a
	Residual	56027525	49	1143418,884		
	Total	2E+008	53			

a. Predictors: (Constant), DPR, MOWN, IOWN, SG&A

b. Dependent Variable: CP

Dengan menggunakan tingkat signifikansi 95%, hasil pengujian dengan menggunakan F test diperoleh nilai probabilitas sebesar 0,000, hal ini menunjukkan bahwa secara simultan *dividend payout ratio* (DPR), *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN) dan *agency cost* (SG&A) berpengaruh terhadap harga saham.

PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis (H_1), *dividend payout ratio* (DPR) menunjukkan arah hubungan positif dan berpengaruh secara signifikan dengan harga saham (CP). Hal ini sesuai dengan teori *the bird-in-the hand* dari Litner (1962) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Hasil penelitian konsisten dengan temuan Ross et al (2006), Rozeff (1982), Sujoko (2007), Fadah (2007), Haruman (2007) & (2008), dan Tjandrawan (2009), tetapi bertentangan dengan temuan penelitian Nurmala (2006) yang menyatakan bahwa DPR tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham, serta temuan Harjito & Nurfauziah (2007) yang menyatakan bahwa DPR tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Implikasi dari hasil penelitian bahwa *dividend payout ratio* yang terus tumbuh dari waktu ke waktu memberikan sinyal prospek perusahaan di masa yang akan datang,

Hasil pengujian H_2 , *managerial ownership* (MOWN) menunjukkan arah hubungan negatif dengan harga saham (CP) tetapi tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil penelitian konsisten dengan temuan Harjito dan Nurfauziah (2006), serta Sujoko (2007), hanya temuan tersebut menunjukkan arah hubungan positif. Hasil penelitian bertentangan dengan temuan Taswan (2003), Haruman (2008), Pujiati (2009), serta Chen & Steiner (2000) yang menunjukkan arah hubungan negatif dan signifikan. Implikasi dari hasil penelitian bahwa kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) tidak berpengaruh terhadap harga saham. Temuan penelitian ini tidak mendukung *agency theory* Jensen dan Meckling (1976) yang menjelaskan tentang adanya pemisahan yang jelas antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengelolaan. Manajemen tidak mempunyai cukup kendali dalam menentukan strategi pencapaian tujuan perusahaan yaitu peningkatan nilai perusahaan (harga saham). Hal ini sesuai dengan hasil pengolahan data yang menunjukkan bahwa rata-rata

kepemilikan saham oleh pihak manajemen selama periode penelitian pada industri perkebunan hanya sebesar 0,23%.

Hasil pengujian H₃, *institutional ownership* (IOWN) menunjukkan arah hubungan positif dengan harga saham (CP) tetapi tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil penelitian konsisten dengan temuan Haruman (2007) dan Lins (2002). Hasil penelitian bertentangan dengan temuan Sujoko (2007) dan Pujiati (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap harga saham, sedangkan Haruman (2008) menemukan bahwa kepemilikan institusional berhubungan positif dan signifikan mempengaruhi harga saham. Implikasi dari hasil penelitian bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) tidak berpengaruh terhadap harga saham. Institusi sebagai pemegang saham mayoritas pada industri perkebunan (dengan kepemilikan saham rata-rata 58,35% selama periode penelitian), tidak cukup *power* untuk mengawasi (*monitoring*) dan mengendalikan perilaku manajer terutama dalam upaya peningkatan harga saham perusahaan. Upaya ke depan akan lebih baik apabila kepemilikan saham oleh pihak manajer ditingkatkan, sehingga manajer lebih termotivasi untuk meningkatkan kinerja serta tanggung jawab atas peningkatan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai saham perusahaan.

Hasil pengujian H₄, *agency cost* yang diukur melalui *selling and general administrative* (SG&A) menunjukkan arah hubungan negatif dengan harga saham (CP) tetapi tidak berpengaruh secara signifikan. Hasil penelitian bertentangan dengan temuan Brau (2002), Fadah (2007), dan Tjandrawan (2009) yang menyatakan bahwa biaya agensi berpengaruh terhadap harga saham. Implikasi dari hasil penelitian bahwa biaya agensi tidak mempengaruhi harga saham. Rata-rata biaya agensi pada industri perkebunan hanya sebesar 0,13% selama periode

penelitian, tidak signifikan berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini berdampak pada rendahnya *monitoring power* terhadap perilaku manajer oleh pemegang saham mayoritas.

Hasil penelitian menyimpulkan bahwa secara simultan *dividend payout ratio* (DPR), *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN), dan *agency cost* yang diukur melalui *selling and general administrative* (SG&A) mempengaruhi harga saham secara signifikan. Secara parsial, *dividend payout ratio* (DPR) signifikan mempengaruhi harga saham dengan arah hubungan positif, sedangkan *managerial ownership* (MOWN), *institutional ownership* (IOWN) dan *agency cost* (SG&A) masing-masing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham.

PENUTUP

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, diantaranya: (1) Keterbatasan dalam pengembangan model penelitian, teknik analisis, serta pengukuran variabel. (2) Penelitian ini tidak mengkorelasikan serta mengukur pengaruh antar variabel bebas, setiap variabel hanya diukur dengan satu proksi. (3) Periode penelitian hanya 5 tahun. (4) Unit penelitian hanya pada industri perkebunan.

Kemungkinan pengembangan penelitian lanjutan adalah: (1) Menambah periode penelitian, (2) Memperluas unit analisis. (3) Menambah variabel serta mengukur korelasinya. (4) menambah atau menggunakan proksi lain untuk setiap variabel, misalnya kebijakan dividen dapat diukur juga dengan *dividend yield*, struktur kepemilikan saham dapat ditambah dengan kepemilikan publik dan kepemilikan pemerintah, pengukuran biaya agensi ditambahkan dengan mengukur *total asset turnover* (TATO), nilai perusahaan dapat diproksi menggunakan *excess value*, Tobin'sQ, atau *price to book value* (PBV).

DAFTAR PUSTAKA

- Adedeji, A. 1998. Does the Pecking Hypotesis Explain the Dividend Payout Ratio of Firm in The UK. *Journal of Business Finance and Accounting*. 25 (9) and (10). 1127-1155.
- Aida, A. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Utang. *Jurnal Studi Bisnis*. 2 (1). 19-30.
- Allen, J.W and Philips, G.M. 2000. Corporate Equity Ownership, Strategic Alliences and Product Market Relationship. *Journal of Finance*. 55. 2791-2816.
- Brau, J.C. 2002. Do Bank Price Owner Manager Agency Cost, an Examination of Small Business Borrowing. *Journal of Small Business Management*. 4(40). 273-286.
- Brealey, R.A, S.C Myers, Marcus. 2009. *Fundamentals of Corporate Finance*. Sixth Ed, McGraw Hill. New York.
- Bringham, E.F. dan J.F. Houston. 2006. Dasar-Dasar manajemen Keuangan. Edisi 10. Terj. Jakarta. Salemba Empat.
- Fadah. I. 2007. Analisis Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen Kas dan Biaya Keagenan serta dampaknya terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta). *The 1st PPM National Conference on Management Research “Manajemen di Era Globalisasi” Sekolah Tinggi Manajemen PPM*, 7 November 2007. 1-17.
- Fama, E.F. 1980. Agency Problem and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*. 88. 288-301.
- Fuad. 2005. Stimultanitas dan “Trade-Off” Pengambilan Keputusan Finansial dalam Mengurangi Konflik Agensi: Peran dari Corporate Ownership. *SNA VIII Solo*. 262 – 276.
- Gitman, L., J. Joehnk, Michael F. 2006. *Principles of Managerial Finance*, Eleven Edition. Massachusetts. Addison-Wasley Publishing Company.

- Harjito D.A dan Nurfauziah. 2006. Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership, dan Kebijakan Dividen dalam Mekanisme Pengawasan Masalah Agensi di Indonesia. *JAAI*. 10(2). 121-136.
- Haruman,T. 2007. Pengaruh Keputusan Keuangan dan Kepemilikan Institusi terhadap Nilai Perusahaan, Studi Kasus pada Perusahaan manufaktur yang Listing di BEJ. *The 1st PPM National Conference on Management Research, Manajemen di era Globalisasi, Sekolah Tinggi Manajemen PPM*. 7 Nop 2007. 1-20.
- Haruman, T. 2008. Struktur Kepemilikan, Struktur Keuangan dan Nilai Perusahaan. *Finance an Banking Journal*. 10(2). 150-166.
- Hatta, A.J. 2002. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen*. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*. 6(2). 1-22.
- Heinfeldt, Jeffery dan C. Richard. 1997. Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory, and The Value of The Firm. *Journal of Financial and Strategic Decisions*. 10. 67-75.
- Chen, C. dan Steiner, T. 2000. Tobin's Q, Managerial Ownership, and Analyst Coverage. *Journal of Economics and Business*.(52). 365-382.
- Ituriagi, F.J.L. and Sanz, J.A.R. 2000. Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equation Analysis. *Working paper Universidad, de Valladolid*. 1-23.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3.305-360.
- Lewis, P.S., Goodman, S.H. and Frandt, P.M.. 2002. *Management: Challenges in the 21st Century*. Sydney. West Point Publishing Company.
- Lins and Karl V. 2002. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Market. *Social Scienc*

Research Network. 1-47.

- Listyani, T.T. 2005 Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. 8(1). 82-104.
- Meythi. 2005. Konflik Keagenan, Tinjauan Teoritis dan Cara Mengurangnya. *Jurnal Ilmiah Akuntansi*. 5 (2). 1-17.
- Myers, S.C. 1984. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5. 147-175.
- Nurmala. 2006, Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham Perusahaan-Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Jakarta, *Mandiri*. 9 (1). 17-84.
- Pujiati, D.2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan: Keputusan Keuangan sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Akuntansi Ventura*. 12(1). 71-86.
- Ross, Stephen. A & friends. 2006. *Corporate Finance Fundamentals*, 7th edition. New York. McGraw Hill.
- Rozeff, M. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividen Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. 5 (11). 249-259.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. Large Shareholder and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 94. 461-488.
- Shome, D., and Singh, S. 1995. Firm value and External Blockholdings. *Financial Management*. 24. 3-14.
- Sujoko. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Manajemen Dan Kewirausahaan*. 9 (1). 41-48.
- Tarjo dan J. Hartono. 2003. Analisis Free cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap

- Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Symposium Nasional Akuntansi VI*. IAI. 278 – 293.
- Taswan. 2003. Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang Dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.10(2). 162-181.
- Tjandrawan, D.I. 2009. Analisis Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen Kas dan Biaya Keagenen serta Dampaknya terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis*. 9(1). 29-38.
- Tandelilin, E. dan Wilberforce. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict. *Gadjah Mada International Journal of Business*. 4. 31-43.
- Van Horne, J. and Wachowich. 2004. *Fundamental of Financial Management*. Prentice Hall, England.
- Wahidawati. 2002. Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflicts: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko, Kebijakan Utang Dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Semarang, 5-6 September. 601-623.
- Werner. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Antecedent dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Ekonomi Manajemen*, 1-17.
- Yuningsih. 2002. Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis Ekonomi*. 9. 174-182.
- Yustina. 2008. Hubungan Struktur Kepemilikan External Monitoring terhadap Agency Cost dan Aliran Kas. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. 12(3). 343–354.

