

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI DIVIDEN PERUSAHAAN NON-KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2011-2015

IVAN TJAHA KAMEL

JURUSAN MANAJEMEN KEUANGAN
FAKULTAS BISNIS DAN EKONOMIKA
ivantk13@gmail.com

Abstrak - Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang menentukan kebijakan dividen perusahaan seperti kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *investment opportunity*, *leverage*, *life cycle stage*, *firm size*, *volatility*, dan profitabilitas pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan pendekatan teori keagenan dividen dan *signaling dividend theory*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode regresi linear berganda untuk melakukan analisis data. Target populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 yang berjumlah sebanyak 1530 observasi. Selanjutnya juga dilakukan uji sensitivitas dengan membagi target populasi menjadi sektoral. Variabel independen dari penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *investment opportunity*, *leverage*, *life cycle stage*, *firm size*, *volatility*, dan profitabilitas. Temuan dari penelitian ini adalah bahwa kepemilikan institusional, *leverage*, dan *life cycle stage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Di lain sisi, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan *firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*. Sementara itu, *free cash flow*, *investment opportunity*, dan *volatility* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Kata Kunci: Kebijakan dividen, teori keagenan, *signaling theory*, regresi linear berganda

Abstract - *This study aims to investigate the determinants of corporate dividend policy such as institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, investment opportunity, leverage, life cycle stage, volatility, firm size, and profitability of companies listed in the Indonesian Stock Exchange using agency theory of dividend and signaling dividend theory approaches. This Study uses the quantitative approach and multiple linear regression to*

analyze the data. The target populations of this study are all non-financial companies registered in Indonesia Stock Exchange in 2011-2015 which are equal to 1530 year observations. Furthermore, the robustness test is performed by clustering the target populations by sectors. The dependent variables used in this study are institutional ownership, managerial ownership, free cash flow, investment opportunity, leverage, life cycle stage, volatility, firm size, and profitability. The study finds that institutional ownership, leverage, and life cycle stage affect dividend payout ratio negatively. On the other hand, managerial ownership, profitability, and firm size affect dividend payout ratio positively. Meanwhile, free cash flow, investment opportunity, and volatility have no effect on dividend payout ratio.

Keywords: Dividend policy, agency theory, signaling theory, multiple linear regression

PENDAHULUAN

Diberlakukannya Masyarakat Ekonomi Asean (MEA) telah meminimalkan hambatan-hambatan dalam melakukan kegiatan ekonomi lintas kawasan negara anggota ASEAN baik berupa barang, jasa, dan aliran modal. Indonesia sebagai salah satu anggota negara ASEAN dihadapkan pada tingkat persaingan ekonomi yang semakin ketat. Pasar modal Indonesia yang masih tergolong muda dan berkembang memberikan daya tarik tersendiri bagi para investor maupun para pekerja asing. Dihadapkan pada kondisi lingkungan kerja yang semakin heterogen dan kompetitif ini, praktik tata kelola yang baik (good corporate governance-GCG) menjadi penting bagi perusahaan-perusahaan Indonesia.

Investor menginvestasikan dana bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan baik itu melalui *capital gain* maupun dari pembagian dividen oleh perusahaan. Sedangkan jika dilihat dari perspektif perusahaan, manajemen berusaha memaksimalkan kekayaan para pemegang saham dengan mengatur berbagai kebijakan dalam perusahaan. Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan kekayaan para pemegang saham. Untuk itu, para investor potensial memiliki kepentingan untuk memperkirakan seberapa besar tingkat pengembalian investasi

yang akan mereka lakukan dengan menganalisis faktor-faktor yang dapat mempengaruhinya. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat berpengaruh terhadap pertimbangan investor ketika akan menginvestasikan dananya. Investor yang lebih memilih dividen sebagai sumber pendapatan akan berinvestasi pada saham-saham yang memberikan dividen stabil dari waktu ke waktu. Sunarto dan Kartika (2008) mengatakan bahwa investor lebih memilih dividen tunai daripada dalam bentuk lain karena pembayaran dividen secara tunai dapat membantu mengurangi ketidakpastian investor dalam aktivitas investasinya.

Chang *et al.* (2016) melakukan penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan sampel yang digunakan adalah semua perusahaan terbuka di Amerika Serikat yang datanya terdapat di Thomson Reuter dan CSRP dari tahun 1995 hingga 2009 dengan kode saham CSRP 10 atau 11 kecuali sektor keuangan dan sektor utilitas. Hasilnya adalah kepemilikan investor institusional tidak berpengaruh terhadap dividen perusahaan karena beragamnya karakteristik dan kepentingan dari masing-masing investor institusional (Chang *et al.*, 2016). Variabel *size* berpengaruh positif terhadap dividen sedangkan *leverage*, *profitability*, dan *volatility* berpengaruh negatif terhadap dividen. Firth *et al.* (2016) melakukan penelitiannya di China dengan data sampel yang diambil dari *Shanghai Stock Exchange* (SHSE) dan *Shenzhen Stock Exchange* (SZSE) periode 2003 hingga 2011 kecuali sektor keuangan. Firth *et al.* (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional, *investment opportunity*, dan *profitability* berpengaruh positif terhadap dividen sedangkan *size* dan *leverage* berpengaruh negatif. Ullah dan Fida (2012) melakukan penelitian di Pakistan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Karachi Stock Exchange* (KSE) dari tahun 1993 sampai dengan tahun 2010. Murhadi (2010) meneliti hubungan antara struktur kepemilikan terhadap dividen dengan menggunakan data perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Stock Exchange* pada tahun 1995 sampai dengan 2005. Murhadi (2010) menemukan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap dividen. Sedangkan *investment opportunity* dan *size* berpengaruh negatif terhadap dividen. Di lain sisi, *regulation* dan *life cycle stage* berpengaruh positif terhadap dividen sedangkan *free cash flow*

tidak berpengaruh terhadap dividen. Han *et al.* (1999) menggunakan sampel perusahaan dari *New York Stock Exchange* (NYSE) yang datanya tercatat di *Compustat Annual File* pada periode 1988-1992. Han *et al.* (1999) menemukan bahwa kepemilikan investor institusional berpengaruh positif terhadap dividen. *Volatility* dan *investment opportunity* ditemukan berpengaruh negatif terhadap dividen, sedangkan *leverage* dan *profitability* tidak berpengaruh terhadap dividen.

Kepemilikan institusional yang tinggi akan dapat mengarah pada konflik keagenan tipe II yaitu ketika manajer dan pemegang saham mayoritas bersekongkol untuk melakukan sesuatu yang merugikan para pemegang saham minoritas (Murhadi, 2010). Dengan demikian, para pemegang saham minoritas akan menuntut pembayaran dividen yang tinggi untuk memastikan konflik keagenan tipe II ini tidak terjadi di perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi (Murhadi, 2010). Selain itu, Zeckhauser dan Pound (1990) dalam Short *et al.* (2002) mengatakan bahwa kepemilikan institusional tinggi tidak menjamin bahwa institusi tersebut memonitor secara langsung perusahaan bersangkutan sehingga para investor institusional tetap akan mendesak pembayaran dividen yang tinggi.

H₁: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap dividen.

Titman dan Wessels (1988) dalam Ullah dan Fida (2012) mengatakan bahwa perusahaan yang besar akan cenderung lebih terdiversifikasi dan lebih kecil kemungkinan bangkrutnya yang berimplikasi pada meningkatnya pembayaran dividen. Dewi (2008) mengatakan bahwa perusahaan yang besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal sehingga ketergantungan pada pendanaan internal akan berkurang dan akan membayarkan dividen yang lebih tinggi.

H₂: Size berpengaruh positif terhadap dividen.

Abor dan Fiador (2012) menyatakan bahwa dividen akan mengurangi *collateral* yang tersedia bagi pemegang utang dan dapat berujung pada meningkatnya *cost of debt*. Selain itu, Abor dan Fiador (2012) juga mengatakan bahwa utang memegang peranan penting dalam pengawasan manajer yang mendukung teori keagenan bahwa keberadaan utang dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi

biaya keagenan. Dengan demikian, maka didapati adanya efek substitusi antara utang terhadap dividen.

H₃: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap dividen.

Murhadi (2010) mengatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi akan membatasi pembayaran dividennya. Hal ini dikarenakan *investment opportunity* yang besar akan membutuhkan dana yang berasal dari laba ditahan sehingga perusahaan akan meningkatkan laba ditahannya. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan dipergunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung akan membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment* (Suharli, 2007).

H₄: *Investment Opportunity* berpengaruh negatif terhadap dividen.

Grullon *et al.* dalam Murhadi (2010) yang mengatakan bahwa ketika perusahaan berada pada tahapan *mature*, *investment opportunity* akan berkurang yang berakibat pada meningkatnya *free cash flow*. Peningkatan *free cash flow* sendiri akan meningkatkan pembayaran dividen (Murhadi, 2010). Senchak dan Lee (1980) dalam Murhadi (2010) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki *rapid growth* (pada *growth stage*), perusahaan tersebut akan optimal ketika menggunakan seluruh dana yang ada untuk mendanai pertumbuhannya (tidak membayar dividen sama sekali) dan sebaliknya.

H₅: *Life Cycle Stage* berpengaruh positif terhadap dividen.

Rozeff (1982) dalam Hat *et al.* (1999) mengatakan bahwa perusahaan membayar dividen lebih kecil ketika risiko bisnisnya tinggi. Han *et al.* (1999) menjelaskan bahwa perusahaan dengan risiko bisnis yang tinggi akan berdampak pada kemungkinan kebangkrutan yang tinggi pula. Selain itu, ketika risiko bisnis tinggi, biaya modal akan menjadi mahal sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan, yang pada akhirnya akan berdampak pada dividen yang lebih rendah.

H₆ : *Volatility* berpengaruh negatif terhadap dividen.

Jensen (1986) dalam Short *et al.* (2002) mengatakan bahwa dalam teori *free cash flow*, manajer enggan untuk membagikan dividen dan lebih memilih untuk menahan sumber daya perusahaan di bawah kendalinya. Selain itu, Jensen (1986) dalam Ullah dan Fida (2012) mengatakan bahwa dengan membayarkan dividen kepada para pemegang saham, kontrol manajemen terhadap sumber daya perusahaan akan berkurang pula.

H₇ : *Managerial Ownership* berpengaruh negatif terhadap dividen.

Megginson (1997) dalam Murhadi (2010) mengatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* akan membayarkan dividen yang lebih besar. Allen dan Michaely (2002) dalam Murhadi (2010) yang mengatakan bahwa penurunan pada *investment opportunity* akan meningkatkan *free cash flow* yang pada akhirnya akan meningkatkan pembayaran dividen.

H₈ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap dividen.

Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dalam Han *et al.* (1999) mengatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap dividen karena perusahaan yang memiliki profit tinggi seharusnya membayar dividen yang lebih tinggi pula, *ceteris paribus* (Han *et al.*, 1999). Murhadi (2010) juga mengatakan bahwa hanya perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi dan prospek yang baik saja yang mampu membayarkan dividen. Hal ini sesuai dengan pernyataan Murhadi (2010) sebelumnya yaitu bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan yang mahal secara biaya karena perusahaan harus mempersiapkan dana yang besar untuk dibayarkan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham.

H₉: *Profitability* berpengaruh positif terhadap dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini termasuk dalam jenis *basic research* yaitu penelitian untuk mengembangkan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Berdasarkan tujuan, penelitian ini termasuk jenis penelitian kausal karena penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variable independen (kepemilikan institusional, kepemilikan

manajerial, *free cash flow*, *investment opportunity*, *leverage*, *life cycle stage*, *firm size*, *volatility*, dan profitabilitas) terhadap variabel dependen (*dividend payout ratio*) seluruh badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Berdasarkan pendekatan, penelitian ini menggunakan data kuantitatif dengan melibatkan banyak waktu tertentu (*time series*) dengan banyak sampel (*cross section*) atau disebut data panel. Data yang digunakan merupakan data sekunder perusahaan yang didapatkan dari laporan keuangan seluruh badan usaha yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015. Aras pengukuran yang digunakan dalam penelitian adalah aras rasio.

Prosedur pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

1. Menentukan data-data yang sesuai dengan variabel yang digunakan dalam penelitian ini;
2. Mencari data sekunder dari situs penyedia data Bursa Indonesia (www.ticmi.co.id), (www.idx.co.id), dan (www.ksei.co.id).
3. Mengolah data mentah yang diperoleh dari situs penyedia data sesuai dengan kebutuhan penelitian ;
4. Melakukan tabulasi ke dalam Microsoft Excel.

Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data regresi linier berganda untuk mengukur *dividend payout ratio* untuk mengetahui secara langsung pengaruh variabel bebas terhadap variabel terkait.

Variabel independen pada penelitian ini adalah kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow* (FCF), *investment opportunity* (IOPTY), *leverage* (LEV), *life cycle stage* (LC), *firm size* (SIZE), *volatility* (VOLT), dan profitabilitas (PROFIT).

$$DPR_{(i,t)} = \alpha + \beta_1.IO_1 + \beta_2.SIZE_2 - \beta_3.LEV_3 - \beta_4.IOPTY_4 + \beta_5.AGE_5 - \beta_6.VOLT_6 - \beta_7.MO_7 + \beta_8.FCF_8 + \beta_9.PROFIT_9 + e$$

Keterangan :

$DPR_{i,t}$: <i>Dividend payout ratio</i> badan usaha i pada periode t
α	: Koefisien konstanta
β	: Koefisien regresi
$IO_{i,t}$: Kepemilikan institusional badan usaha i pada periode t
$SIZE_{i,t}$: Logaritma basis 10 dari total aset badan usaha i pada periode t
$LEV_{i,t}$: Rasio utang terhadap total aset badan usaha i pada periode t
$IOPTY_{i,t}$: Kesempatan investasi yang digambarkan dengan %pertumbuhan <i>sales</i> badan usaha i pada periode t
$AGE_{i,t}$: Usia badan usaha i pada periode t
$VOLT_{i,t}$: Simpangan ROA (5 tahun ke belakang) badan usaha i pada periode t
$MO_{i,t}$: Kepemilikan oleh manajer, direksi, dan eksekutif badan usaha i pada periode t
$FCF_{i,t}$: Aliran arus kas bebas badan usaha i periode t
$PROFIT_{i,t}$: ROA (<i>net income</i> dibagi dengan total aset) badan usaha i pada periode t
e	: <i>Error</i>

- $DPR(i, t) = \frac{Dividen\ per\ share(t)}{Earning\ per\ share(t)}$
- $Kepemilikan\ Institusional(i, t) = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Dimiliki\ oleh\ Institusi(t)}{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Beredar(t)}$
- $Size(i, t) = Log(Total\ Asset)(t)$
- $Debt\ Ratio(i, t) = \frac{Total\ Liabilities(t)}{Total\ Asset(t)}$
- $Investment\ Opportunity(i, t) = \frac{Sales(t) - Sales(t-1)}{Sales(t-1)} \times 100\%$
- $Life\ Cycle\ Stage(i, t) = Usia\ Perusahaan(i)$
- $\sigma(i, t) =$ simpangan baku ROA 5 tahun ke belakang
- $Managerial\ Ownership(i, t) = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Dimiliki\ oleh\ manajer,\ direksi,\ dan\ eksekutif(t)}{Jumlah\ Lembar\ Saham\ yang\ Beredar(t)}$
- $ROE(i, t) = \frac{Net\ income(t)}{Total\ Equity(t)}$
- $FCF(i, t) = \frac{NI(t) + D\&A(t) + [interest(t) \times (1 - tax\ rate)] - Capex(t) - \Delta NWC(t)}{Total\ Aset(t)}$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Persamaan regresi pada tabel 1 menunjukkan *dividend payout ratio* sebagai variable dependennya, sedangkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *investment opportunity*, *leverage*, *life cycle stage*, *firm size*, *volatility*, dan profitabilitas merupakan variabel independennya.

Tabel 1 Hasil Uji Regresi *Dividend Payout Ratio*

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Probabilitas	Hipotesis
C	0,227258	31,32034	0,0000	
FCF	-0,000941	-0,993688	0,3206	Positif
IOPTY	-0,000041	-1,093351	0,2745	Negatif
IO	-0,003912	-1,668365	0,0955*	Positif
LEV	-0,020481	-6,437309	0,0000***	Negatif
LC	-0,003511	-8,956531	0,0000***	Positif
MO	0,130558	4,727756	0,0000***	Negatif
PROFIT	0,000667	1,690252	0,0912*	Positif
SIZE	0,005636	4,178621	0,0000***	Positif
VOLT	-0,000147	-0,220179	0,8258	Negatif
R-squared			0,979191	
Adjusted R-squared			0,973814	
F-statistic			182,0825	
Prob (F-statistic)			0,0000	

Keterangan: * : signifikan pada 10%
 ** : signifikan pada 5%
 *** : signifikan pada 1%

FCF : Free Cash Flow
 IOPTY : Investment Opportunity
 IO : Kepemilikan Institusional
 LEV : Leverage
 LC : Life Cycle
 MO : Managerial Ownership
 PROFIT : Profitability
 SIZE : Firm Size
 VOLT : Volatility

$$\text{DPR} = 0,227258 - 0,000941.\text{FCF} - 0,000041.\text{IOPTY} - 0,003912.\text{IO} - 0,020481.\text{LEV} \\ - 0,003511.\text{LC} + 0,130558.\text{MO} + 0,000667.\text{PROFIT} + 0,005636.\text{SIZE} \\ - 0,000147.\text{VOLT}$$

Persamaan di atas memiliki nilai konstanta sebesar 0,227258 yang artinya ketika variabel independen bernilai 0, maka nilai *dividend payout ratio* (DPR) akan naik sebesar 0,227258.

Variabel *free cash flow* (FCF) memiliki koefisien regresi sebesar -0,000941. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *free cash flow* (FCF) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Tidak signifikannya pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* dikarenakan perusahaan cenderung tidak mengubah besarnya pembayaran dividen terutama dalam hal menguranginya dan hal ini dikenal sebagai *dividend sticky* (Benartzi *et al.*, 1997 dalam Allen *et al.*, 2000). Perusahaan didapati lebih cenderung menetapkan kebijakan dividen yang konstan dan stabil (Murhadi, 2010) karena banyaknya informasi yang terkandung di dalam kebijakan dividen sendiri. Hal ini didukung oleh temuan Murhadi (2010) namun bertentangan dengan temuan Firth *et al.* (2016) yang menemukan adanya hubungan signifikan positif dan temuan Ullah dan Fida (2012) yang menemukan adanya hubungan signifikan negatif antara *free cash flow* terhadap dividen.

Variabel kepemilikan institusional (IO) memiliki koefisien regresi sebesar -0,003912. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel kepemilikan institusional (IO) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hubungan antara kepemilikan institusional dan dividen dapat dijelaskan dengan teori keagenan dimana kehadiran investor institusional dapat menyelesaikan masalah keagenan melalui pengawasan pada manajemen (Shleifer dan Vishny, 1986 dalam Murhadi, 2010). Masalah keagenan yang dimaksud adalah masalah keagenan tipe I yaitu antara pihak manajemen dan para pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976 menyebutnya sebagai *convergence argument* dalam Murhadi, 2010). Laporta *et al.* (1999) dalam Murhadi (2010) mengatakan bahwa berdasarkan *substitution argument*, pembayaran dividen berdampak pada berkurangnya biaya keagenan dengan memaksa badan usaha bertindak selaras dengan disiplin pasar modal. Institusi adalah profesional yang memiliki kemampuan untuk mengevaluasi

kinerja badan usaha sehingga kepemilikan institusional akan secara efektif mengawasi manajemen (Murhadi 2010). Dengan demikian, badan usaha dengan kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi konflik keagenan yang pada akhirnya mengurangi fungsi dividen sebagai alat untuk menekan konflik keagenan (Murhadi 2010). Temuan ini sesuai dengan Thomsen (2004) dalam Murhadi (2010) namun tidak sesuai dengan temuan Chang *et al.* (2016) dan Murhadi (2010) yang menemukan tidak adanya hubungan.

Variabel *investment opportunity* (IOPTY) memiliki koefisien regresi sebesar -0,000041. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *investment opportunity* (IOPTY) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Tidak signifikannya pengaruh *investment opportunity* disebabkan karena *investment opportunity* sendiri merupakan kesempatan bagi perusahaan untuk mengembangkan perusahaan dalam rangka memaksimalkan kekayaan para pemegang sahamnya (Murhadi, 2010). Dalam praktiknya, yang menjalankan perusahaan dan mengetahui dengan baik mengenai kesempatan investasi dalam perusahaan adalah pihak *insiders* sedangkan pihak *outsiders* hanya menerima tanda atau sinyal yang diberikan oleh *insiders*. Dihadapkan pada hal ini, para *insiders* juga memiliki kebijakan dan cara tersendiri dalam mempersepsikan dan memanfaatkan kesempatan investasi yang ada sehingga tinggi atau rendahnya *investment opportunity* tidak semata-mata memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen badan usaha bersangkutan. Hal ini sesuai dengan temuan Chang *et al.* (2016) namun bertentangan dengan temuan Firth *et al.* (2016) dengan asumsi variabel lainnya tetap.

Variabel *leverage* (LEV) memiliki koefisien regresi sebesar -0,020481. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *leverage* (LEV) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Farinha (2003) dalam Abor dan Fiador (2012) mengatakan bahwa utang akan mengurangi pembayaran dividen atas dasar perjanjian utang yang disepakati dan terkait dengan batasan-batasan yang diberikan oleh pemegang utang. Abor dan Fiador (2012) menyatakan bahwa dividen akan mengurangi *collateral* yang tersedia bagi pemegang utang dan dapat berujung pada meningkatnya *cost of debt*. Selain itu, Abor dan Fiador (2012) mengatakan bahwa

pada teori keagenan, dikatakan bahwa keberadaan utang akan dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan. Dengan demikian, maka didapati adanya efek substitusi antara utang terhadap dividen (Jensen, 1986 dalam Firth, *et al.*, 2016). Temuan ini sesuai dengan Chang *et al.* (2016), Firth *et al.* (2016), dan Ullah dan Fida (2012) namun berbeda dengan temuan Han *et al.* (1999) yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap dividen.

Variabel *life cycle stage* (LC) memiliki koefisien regresi sebesar -0,003511. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *life cycle stage* (LC) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Tandelilin *et al.* (2014) menyatakan bahwa Indonesia adalah negara berkembang dengan perekonomian terbesar di Asia Tenggara. Selayaknya negara yang sedang berkembang, *corporate governance index* yang rendah membuat perilaku badan usaha yang terdaftar di Indonesia *Stock Exchange* (IDX) berbeda dengan kasus-kasus yang pada umumnya didapati di pasar dunia terutama di Amerika Serikat dan Eropa (Tandelilin *et al.*, 2014). Selain itu, rata-rata usia badan usaha yang terdaftar dalam penelitian ini adalah 32,02 yang tergolong muda dibandingkan dengan badan usaha di negara-negara berkembang seperti di Amerika Serikat dan Eropa. Temuan ini juga didukung oleh *signaling theory* dimana badan usaha pada *early stage* dengan kesempatan investasi yang tinggi ingin menunjukkan reputasi yang baik bagi penyedia modal untuk dapat memperoleh biaya modal yang murah melalui pembayaran dividen (Firth *et al.*, 2016). Sawicki (2008) dalam Jabbouri (2016) mengatakan bahwa pada pasar negara berkembang, dividen yang tinggi merupakan alat yang efisien untuk membangun reputasi badan usaha. Hal ini bertentangan dengan temuan Murhadi (2010) dan Chang *et al.* (2016).

Variabel *managerial ownership* (MO) memiliki koefisien regresi sebesar 0,130558. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara perubahan variabel *managerial ownership* (MO) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Dari badan usaha terdaftar di BEI 2011-2015 yang menjadi sampel dalam penelitian ini, *managerial ownership* hanya memiliki rata-rata sebesar 1,141%. Lu (2015) mengatakan bahwa ketika *managerial ownership* rendah, para manajer tidak memiliki

kontrol cukup dan mereka takut kehilangan posisi mereka. Untuk mendapatkan dukungan dari pemegang saham eksternal dan memaksimalkan kekayaan pribadinya, para manajer lebih memilih untuk membayarkan dividen daripada menahan labanya (Lu, 2015). Hal ini kemungkinan disebabkan karena dividen di Indonesia digunakan untuk meningkatkan stabilitas pendapatan pemegang saham termasuk manajemen terlepas dari fungsinya sebagai pengikatan Mahadwartha (2004). Mahadwartha (2004) mengatakan bahwa manajemen juga adalah individu yang mampu melakukan investasi atas kekayaan pribadinya, seperti layaknya investor atau pemegang saham. Temuan ini bertentangan dengan temuan Firth *et al.* (2016) dan Ullah dan Fida (2012).

Variabel *profitability* (PROFIT) memiliki koefisien regresi sebesar 0,000667. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara perubahan variabel *profitability* (PROFIT) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Han *et al.* (1999) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki profit tinggi seharusnya membayar dividen yang lebih tinggi pula, *ceteris paribus*. Firth *et al.* (2016) mengatakan bahwa *profitability* akan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen karena dividen sendiri dibayarkan dari laba saat ini dan laba ditahan. Murhadi (2010) juga mengatakan bahwa hanya perusahaan dengan tingkat *profitability* yang tinggi dan prospek yang baik saja yang mampu membayarkan dividen. Hal ini dikarenakan bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan yang mahal secara biaya karena perusahaan harus mempersiapkan dana yang besar untuk dibayarkan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham (Murhadi, 2010). Karena sifatnya ini, perusahaan biasanya tidak mengurangi pembayaran dividennya namun memberlakukan kebijakan dividen konservatif secara stabil (Murhadi, 2010). Temuan ini didukung oleh temuan Firth *et al.* (2016) namun berbeda dengan hasil temuan Chang *et al.* (2016) yang menemukan adanya hubungan signifikan negatif antara *profitability* terhadap dividen.

Variabel *size* (SIZE) memiliki koefisien regresi sebesar 0,005636. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara perubahan variabel *size* (SIZE) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Titman dan Wessels (1988) dalam Ullah dan

Fida (2012) mengatakan bahwa perusahaan yang besar akan cenderung lebih terdiversifikasi dan lebih kecil kemungkinan bangkrutnya yang berimplikasi pada meningkatnya pembayaran dividen. Selain itu, Firmanda (2015) juga mengatakan bahwa perusahaan besar dapat mengakses pasar modal dengan mudah yang berimplikasi pada fleksibilitas dan kemampuan untuk mendapatkan dana eksternal yang murah. Hal tersebut akan mengurangi ketergantungan badan usaha pada pendanaan internal sehingga badan usaha akan membayar dividen yang tinggi. Temuan ini sesuai dengan Chang *et al.* (2016) namun bertentangan dengan temuan Firth *et al.* (2016), Ullah dan Fida (2012), dan Murhadi (2010) yang menemukan adanya hubungan signifikan negatif antara *size* terhadap dividen.

Variabel *volatility* (VOLT) memiliki koefisien regresi sebesar -0,000147. Nilai ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara perubahan variabel *volatility* (VOLT) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hubungan negatif tidak signifikan ini disebabkan karena ketika risiko bisnis tinggi, biaya modal akan menjadi mahal sehingga perusahaan akan cenderung untuk menggunakan pendanaan internal yang berasal dari laba ditahan, yang pada akhirnya akan berdampak pada dividen yang lebih rendah (Han *et al.*, 1999). Jabbouri (2016) dalam penelitiannya pada negara berkembang mengatakan bahwa manajemen biasanya meniadakan sebagian dari labanya pada kondisi ekonomi yang baik dan menunggu saat yang tepat untuk membagikannya. Pada umumnya badan usaha menolak untuk mengurangi pembayaran dividennya sehingga mereka lebih memilih pembayaran dividen yang stabil dan konservatif (Murhadi, 2010). Dengan demikian, pada saat kondisi perekonomian yang tinggi dan stabil, badan usaha tetap membayarkan dividen sesuai dengan kebijakan yang sudah ditetapkan sebelumnya sehingga ketika terjadi fluktuasi, badan usaha akan tetap mampu membayarkan dividen dari cadangan dana yang ada dari periode-periode sebelumnya.

Koefisien determinasi yang digunakan adalah *adjusted R²* dengan nilai 0,973814. Koefisien ini memiliki makna bahwa perubahan variabel *dividend payout ratio* dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel *free cash flow*, *investment opportunity*, kepemilikan institusional, *life cycle*, *leverage*, *managerial ownership*,

profitability, *size*, dan *volatility* sebesar 97,38%, sedangkan sisanya sebesar 2,62% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis menggunakan uji F dengan *software* Eviews 9, diperoleh hasil bahwa variabel independen kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, *investment opportunity*, *leverage*, *life cycle stage*, *firm size*, *volatility*, dan profitabilitas bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* seluruh badan usaha non-keuangan terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan melakukan uji t, didapatkan hasil bahwa kepemilikan institusional, *leverage*, dan *life cycle stage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan *firm size* berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*. Sementara itu, *free cash flow*, *investment opportunity*, dan *volatility* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Nilai dari *adjusted R²* dengan nilai 0,973814. Koefisien ini memiliki makna bahwa perubahan variabel *dividend payout ratio* dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel *free cash flow*, *investment opportunity*, kepemilikan institusional, *life cycle*, *leverage*, *managerial ownership*, *profitability*, *size*, dan *volatility* sebesar 97,38%, sedangkan sisanya sebesar 2,62% dijelaskan oleh variabel-variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Penelitian ini dapat menjadi referensi dan bahan pertimbangan bagi investor untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan dividen perusahaan seperti kepemilikan institusional, utang, *life cycle*, kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan ukuran perusahaan. Investor yang lebih mengharapkan dividen tinggi daripada *capital gain* dapat menginvestasikan dananya pada perusahaan dengan kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan ukuran yang besar. Investor yang mengharapkan dividen tinggi juga sebaiknya menghindari perusahaan dengan kepemilikan institusional, *life cycle*, dan utang yang tinggi.

Bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk membuat keputusan dalam menentukan kebijakan dividen. Dividen dapat berfungsi sebagai pengawas dimana fungsi ini dapat digantikan oleh kehadiran kepemilikan institusional. Maka sebaiknya perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi tidak perlu membayarkan dividen yang tinggi karena kehadiran dari kepemilikan institusional itu sendiri. Perusahaan sebaiknya juga fokus pada faktor lainnya seperti profitabilitas, utang, *life cycle*, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan yang turut berperan dalam penetapan kebijakan pembayaran dividen. Dengan memperhatikan faktor-faktor tersebut, perusahaan akan dapat menerapkan kebijakan dividen yang optimal dan sesuai dengan strateginya saat itu.

Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu periode penelitian yang digunakan dan fokus pada negara Indonesia saja. Untuk penelitian selanjutnya, diharapkan dapat menambah periode penelitian dan objek negara berkembang lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abor, J., Fiador, V., 2013, Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa?, *International Journal of Law and Management*, Vol. 55 Iss 3 pp. 201 – 225.
- Amidu, M., 2007, How Does Dividend Policy Affect Performance of the Firm on Ghana Stock Exchange?, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 4.
- Baskin, J., 1989, An Empirical Investigation of the Pecking Order Theory, *Financial Management*, Vol. 18: 26–35.
- Chang, K., Kang, Eun., Li, Ying., 2015, Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis, *Journal of Business Research*, Vol. 69 No. 2551-2559.
- Han, K.C., S.H. Lee, and D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Jaafar, H. dan Halim, H.A., 2016, Refining the Firm Life Cycle Classification Method: A Firm Value Perspective, *Journal of Economics, Business, and Management*, Vol. 4 No. 2.
- Jabbouri, I., 2016, Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets: Evidence from MENA Stock Markets, *Research in International Business and Finance*, Vol. 37: 283-298.
- Jacob, M. dan Jacob, M., 2013, Taxation and the Cash Flow Sensitivity of Dividends, *Economics Letters*, Vol 118: 186-188.
- Lu, C.S., 2016, Management Ownership and Dividend Policy: The Role of Managerial Overconfidence, *Zhongsan Management Review*, Vol.23 No.2: 591-629.
- Mahadwartha, P.A., 2004, Pengawasan dan Pengikatan Berbasis Kepemilikan Institusional Internal, *Disertasi*, Universitas Gadjah Mada.
- Michael, G. dan Wesley, H. Jones, 1979, Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach, *Journal of Finance*, Vol. 34 (3): 631–44.

- Murhadi, W.R., 2010, Study On Dividend Policy: Antecedent and Its Impact On Share Price, *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Murhadi, W.R., 2013, *Analisis Laporan Keuangan: Proyeksi dan Valuasi Saham*, Salemba Empat.
- M'rabet, R. dan Boujjat, W., 2016, The Relationship Between Dividend Payment And Firm Performance: A Study of Listed Companies in Morocco, *European Scientific Journal*, Vol.12 No.4.
- Suharli, M., 2007 Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividend Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat pada perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9 No.1.
- Tandelilin, E., Wardhana, L.I., Lantara, I.W.N., dan Junarsin, E., 2014, Dividend Policy in Indonesia: A Life-Cycle Explanation, *Asian Finance Association 2014 Conference Paper*.
- Ullah, H. dan Fida, A., 2012, The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 No. 9.

www.digilib.ubaya.ac.id diakses pada 2 Agustus 2016

www.elib.ubaya.ac.id diakses pada 2 Agustus 2016

www.idx.co.id diakses pada 2 Agustus 2016

www.ticmi.co.id diakses pada 2 Agustus 2016

www.wernermurhadi.wordpress.com diakses pada 2 Agustus 2016