

Model Logistic Regression Dalam Penentuan Kebijakan Dividen Perusahaan Di Indonesia

Studi Empirik pada Perusahaan-Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Agung Satmoko

Sudarman

Fakultas Ekonomi UPN "Veteran" Yogyakarta

agungsatmoko@yahoo.co.id

sudarman_upn@yahoo.com

Abstract

This paper investigates dividend policy decision in Indonesian Stock Exchange (IDX) through studying non-financial firms. Panel data were obtained from 1490 non-financial firms over the five year period from 2006 to 2010, where 310 firms pay dividend and 1180 firms were not. Logistic regression model were used to test the six research hypotheses. The result revealed that size of firms, debt equity ratio, and return on equity increases the probability of paying dividends, whereas the public ownership decreases the probability of paying dividends. Two variables, free cash flow and growth of sales insignificantly affect to the probability of paying dividends. Overall, research findings that companies list on Indonesian Stock Exchange (IDX) paid dividends to reduce agency conflict and enhance their companies reputation.

Keywords: Dividend payout decision, Non-financial firms, Panel data, Logistic regression model.

PENDAHULUAN

Apakah perusahaan harus membayar dividen atau tidak? Pertanyaan tersebut sampai sekarang tetap menjadi kontroversi sejak Modigliani dan Miller (MM) menyampaikan artikelnya. MM mengatakan bahwa nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham tidak berhubungan dengan keputusan apakah dividen dibayarkan oleh perusahaan atau tidak. Di dalam teori manajemen keuangan hasil studi MM tersebut dikenal dengan teori *dividend irrelevance theory (DIT)*. Bagaimanapun pendapat MM tersebut didasarkan pada asumsi pada pasar modal

sempurna (*perfect capital market*) seperti semua pelaku pasar mendapatkan informasi yang sama tanpa biaya, tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, padahal dalam kenyataannya pasar modal tidak sempurna (*imperfect capital market*).

Untuk menjelaskan kontroversi tersebut, banyak literatur-literatur manajemen keuangan mengilustrasikan mengapa perusahaan-perusahaan membayar dividen yang tinggi dan mengapa perusahaan-perusahaan membayar dividen yang rendah atau bahkan tidak membayar dividen (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Dalam

the bird in the hand theory dijelaskan bahwa investor lebih menyukai dividen yang tinggi dibandingkan dengan *capital gain*, karena diasumsikan bahwa nilai kas yang dihasilkan dari penerimaan dividen lebih pasti dibandingkan nilai kas yang diharapkan dari *capital gain*. Sebaliknya dalam *tax-preference theory* dijelaskan bahwa investor lebih menyukai penerimaan kas dari *capital gain* yang tinggi dari pada penerimaan kas dari dividen yang tinggi. Hal ini disebabkan pajak atas dividen pada umumnya lebih tinggi dibandingkan dengan pajak atas *capital gain*. *Clientele effect theory*, menunjukkan perubahan komposisi kelompok investor, dapat mengubah kebijakan dividen perusahaan. Teori lain yang dapat menjelaskan mengenai kebijakan dividen adalah *signaling theory* atau *information content theory*. Teori ini menjelaskan bahwa kebijakan dividen mempunyai kandungan informasi dan dapat dijadikan tanda bagi investor atas aliran kas perusahaan di masa mendatang. Kebijakan perusahaan membayar dividen yang tinggi mempunyai kandungan informasi positif bagi investor tentang profitabilitas dan aliran kas bebas (*free cashflow*) di masa mendatang. Hal di atas dapat terjadi karena adanya informasi asimetris antara perusahaan dalam hal ini manajer dengan investor. Manajer menerima informasi tentang profitabilitas dan *free cashflow* masa depan, yang tidak tersedia bagi investor, sehingga investor dapat mengembangkan analisisnya sendiri berdasarkan *signal* yang terkandung dari kebijakan dividen perusahaan.

Teori keagenan (*agency theory*). didasarkan pada asumsi adanya konflik kepentingan antara manajer (perusahaan)

dengan investor atau pemegang saham. Adanya konflik keagenan tersebut dapat memicu timbulnya masalah keagenan dan timbulnya biaya keagenan. Pembayaran dividen dapat digunakan untuk mengurangi problem yang keagenan. Dalam konteks ini perusahaan dapat menetapkan pembayaran dividen yang tinggi dan mendistribusikan *free cashflow* nya untuk mengurangi biaya keagenan (Brigham and Houston, 2006). Penelitian tentang kebijakan dividen yang berkaitan dengan teori-teori di atas pada umumnya dilakukan pada pasar modal kategori *developed markets*. Brealey dan Myers (2005) menyatakan teori kebijakan dividen sebagai salah satu dari 10 (sepuluh) teori manajemen keuangan yang belum terdapat konsensus dari para peneliti manajemen keuangan. Demikian juga Frakfurter, et al., (2002) menyatakan bahwa dalam 40 (empat puluh) tahun penelitian tentang kebijakan dividen telah banyak dilakukan, namun sejauh ini juga tetap tidak ada kesimpulan yang sama. Allen dan Mikhaley (2003) menyarankan bahwa penting mengembangkan teori lebih lanjut dan mencapai kesepakatan umum di antara para peneliti.

Penelitian-penelitian yang berkait dengan mengapa perusahaan-perusahaan membayar dividen berikut ini dapat menggambarkan dinamika penelitian tentang kebijakan dividen, baik di pasar modal yang sudah maju maupun di pasar modal kategori *emerging markets*. Laporta et al., (2000) melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi cenderung menaikkan pembayaran dividennya. Dukungan terhadap penelitian ini diberikan oleh Fama dan French (2001);

Aivazian, et al., (2003) dan Al-Kuwari (2010).

Dalam studinya Fama dan French (2001) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang besar cenderung menaikkan *payout*nya dalam rangka mengurangi masalah-masalah keagenan. Studi ini juga didukung oleh penelitian Naser, et al., (2004) dan Al-Mulkawi (2008) yang meskipun berbeda, tetapi memiliki nuansa yang sama. Mereka menyebutkan bahwa perusahaan-perusahaan yang kepemilikan saham oleh pemerintahnya tinggi (di Indonesia seperti BUMN) cenderung membayar dividen yang tinggi. Penelitian yang dilakukan oleh Aivazian, et al., (2003) menunjukkan tingginya rasio hutang perusahaan menyebabkan rendahnya *dividend payout* perusahaan dan penelitian Al-Kuwari (2010) yang menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi mempunyai pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Kebijakan dividen di dalam pasar modal di negara berkembang tentu saja berbeda dengan kebijakan dividen di negara maju yang sudah tentu lebih *establish* atau lebih mapan. Pasar modal di negara berkembang pada umumnya dicirikan dengan kurangnya informasi. Penelitian yang dilakukan ini juga akan mencari kejelasan tentang kebijakan dividen di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat dikategorikan sebagai *emerging market*, tetapi melihat dari dimensi yang berbeda. Penelitian-penelitian tentang kebijakan dividen pada umumnya hanya melibatkan perusahaan-perusahaan yang membagi dividen. Penelitian ini melibatkan perusahaan-perusahaan yang tidak membagi dividen, karena ingin

mengetahui mengapa perusahaan tertentu membagi dividen, sementara perusahaan-perusahaan lain tidak membagi dividen.

Penelitian ini ditujukan untuk mengidentifikasi dan mengukur pengaruh besarnya ukuran perusahaan, proporsi kepemilikan saham publik, aliran kas bersih, tingkat profitabilitas perusahaan, rasio hutang perusahaan, tingkat pertumbuhan dan kesempatan investasi perusahaan, terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen.

PENELITIAN EMPIRIK DAN PERUMUSAN HOPOTESIS

Penelitian-penelitian empirik tentang kebijakan dividen, berikut ini dideskripsikan sesuai dengan variabel penelitian yang akan diungkap dalam penelitian ini.

Besarnya Ukuran Perusahaan (*size of firm*) dan Kepemilikan Publik (*public Ownership*)

Penelitian yang berkaitan dengan *agency theory* dan kepemilikan saham oleh pemerintah didokumentasikan oleh Fama dan French (2001); Naser dkk. (2004) dan Al-Mulkawi (2008). Mereka menunjukkan bahwa **perusahaan-perusahaan yang besar** dan perusahaan-perusahaan yang kepemilikan sahamnya sebagian besar **dimiliki oleh pemerintah** cenderung membayar dividen yang tinggi, karena ditujukan untuk mengurangi persoalan-persoalan keagenan (*agency problems*). Sebaliknya penelitian ini ingin melihat pengaruh **kepemilikan publik** terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, diajukan hipotesis:

H1: Besarnya ukuran perusahaan (size of firm) berpengaruh positif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

H2: Proporsi kepemilikan saham publik (public ownership) berpengaruh negatif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

Aliran Kas Bersih (*free cash flow*) dan Tingkat Profitabilitas Perusahaan (*return on equity*)

Penelitian tentang kebijakan dividen yang berkaitan dengan *free cash flow* dan profitabilitas perusahaan dilakukan oleh Fama dan French (2001); Aviazian, dkk (2003) dan Al-Kuwari (2010). Mereka melaporkan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai *free cash flow* dan profitabilitas yang tinggi mempunyai kecenderungan untuk menaikkan pembayaran dividennya, diajukan hipotesis:

H3: Aliran kas bersih (*free cash flow*) perusahaan berpengaruh positif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

H4: Tingkat profitabilitas perusahaan (*return on equity*) berpengaruh positif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

Ratio Hutang Perusahaan (*debt equity ratio*)

Penelitian yang mengkaitkan kebijakan dividen dengan kemampuan perusahaan dalam membayar hutang dilakukan oleh Aivazian dkk. (2003). Mereka menunjukkan bahwa besarnya tingkat hutang perusahaan yang ditunjukkan oleh tingginya *debt ratio*, menyebabkan rendahnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Situasi ini sekaligus mencerminkan tingginya risiko perusahaan akan diikuti oleh menurunnya kemampuan membayar dividen perusahaan, diajukan hipotesis:

H5: Rasio hutang perusahaan (*debt equity ratio*) berpengaruh negatif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

Tingkat Pertumbuhan dan Kesempatan Investasi (*growth of sales*)

Penelitian yang mengkaitkan kebijakan dividen dengan pertumbuhan perusahaan yang sekaligus mencerminkan prospek investasi perusahaan di masa depan ditunjukkan oleh penelitian Al-Kuwari (2010). Dia menunjukkan bahwa ketika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi, atau dengan kata lain perusahaan memerlukan dana untuk kebutuhan investasi, maka perusahaan cenderung akan membayar dividen yang rendah, diajukan hipotesis:

H6: Pertumbuhan dan kesempatan investasi perusahaan (*growth of sales*) berpengaruh negatif terhadap probabilitas pembayaran dividen.

METODE PENELITIAN

Pendekatan Populasi

Populasi target dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang listing di BEI, di luar Sektor Keuangan. Sektor Keuangan dikeluarkan dari populasi target karena mempunyai struktur modal yang berbeda dengan sektor-sektor lain. Perusahaan-perusahaan sektor keuangan pada umumnya mempunyai struktur modal yang sangat tinggi, karena beroperasi dengan hutang. Sebagai contoh bank beroperasi

dengan dana pihak ketiga, yang merupakan pinjaman dari nasabah.

Variabel dan Operasionalisasi Variabel

Untuk mencapai tujuan penelitian, variabel penelitian harus didefinisikan secara jelas. Variabel penelitian ini terdiri dari:

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Proksi dari kebijakan dividen digunakan dengan variabel *dummy*. *Dummy 1*, adalah perusahaan yang membayarkan dividen dan *dummy 0*, adalah perusahaan yang tidak membayarkan dividen pada tahun yang bersangkutan.

Dividen yang digunakan adalah *dividend payout ratio (Payout/DPRt)*, yang diukur dengan membagi dividen per lembar saham (*DPS*) dengan laba per lembar saham (*EPS*).

$$DPR = \frac{DPS_t}{EPS_t}$$

Variabel bebas

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. *Size of firm* adalah ukuran besarnya perusahaan yang diukur dengan *Log Natural Total Asset (LN Total.Asset_t)*

2. *Proporsi kepemilikan saham publik (public ownership)* adalah proporsi saham yang dimiliki oleh investor publik, yang diukur dengan:

$$OWNERS = \frac{KepemilikanPublik_t}{TotalSaham_t}$$

3. *Free Cash Flow: (laba bersih – perubahan modal kerja bersih)/ total asset*

$$FCF = \frac{EAT_t - d(C_t - C_{t-1})}{Total.Asset_t}$$

4. *Profitability* adalah keuntungan perusahaan yang diukur dengan *return on equity* yaitu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang dihasilkan dari modal sendiri.

$$ROE = \frac{EAT_t}{Equity_t}$$

5. *Leverage* adalah *leverage* keuangan proporsi modal yang dibiayai dengan hutang. *Leverage* diukur dengan *debt equity ratio*:

$$DER = \frac{D_t}{Ekuitas_t}$$

6. *Growth of sales* adalah pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan:

$$Growth = \frac{NetSales_{t1} - NetSales_{t0}}{NetSales_{t0}}$$

Data dan Metode Pengumpulan Data

Keseluruhan data dalam penelitian ini adalah data skunder yang dapat dicari melalui pendokumentasian dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Periode dokumentasi data adalah kinerja keuangan perusahaan tahun 2006 sampai dengan 2010.

Teknik Analisis

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan *Logistic Regression Analyze*. *Logistic Regression* sebenarnya identik dengan analisis diskriminan, yaitu ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen dapat diprediksi oleh variabel bebasnya. Probabilitas kadang-kadang dinyatakan dalam istilah *odds* (Imam Ghozali, 2011). Persamaan *Logistic Regression* untuk sejumlah variabel bebas (k) dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\ln [\text{odds}(K|X1...X6)] = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 \ln TA_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 DER_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 OWNERS_{i,t} + \mu_{i,t}$$

atau:

$$\ln p/(1-p) = \beta_0 + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 \ln TA_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 DER_{i,t} + \beta_5 ROE_{i,t} + \beta_6 OWNERS_{i,t} + \mu_{i,t}$$

atau:

$$p/(1-p) = e^{\beta_0} + e^{\beta_1 FCF_{i,t}} + e^{\beta_2 \ln TA_{i,t}} + e^{\beta_3 GROWTH_{i,t}} + e^{\beta_4 DER_{i,t}} + e^{\beta_5 ROE_{i,t}} + e^{\beta_6 OWNERS_{i,t}} + \mu_{i,t}$$

Berdasarkan keluaran program *IBM SPSS*, dilihat nilai eksponensial koefisien regresi (e^{β}) untuk menjelaskan probabilitas terjadinya p , maupun probabilitas terjadinya $1-p$ untuk setiap peningkatan 1 unit variabel bebas, sehingga persamaan menjadi:

$$p/(1-p) = \text{Exp}(\beta_0) + \text{Exp}(\beta_1) FCF_{i,t} + \text{Exp}(\beta_2) \ln TA_{i,t} + \text{Exp}(\beta_3) GROWTH_{i,t} + \text{Exp}(\beta_4) DER_{i,t} + \text{Exp}(\beta_5) ROE_{i,t} + \text{Exp}(\beta_6) OWNERS_{i,t} + \mu_{i,t}$$

di mana:

K	= Kebijakan dividen
$Dummy\ 1$	= Perusahaan yang membayarkan dividen.
$Dummy\ 0$	= Perusahaan yang tidak membayarkan dividen.
p	= Probabilitas Perusahaan membagi dividen.
$(1-p)$	= Probabilitas Perusahaan tidak membagi dividen.
e atau $Exp.$	= Bilangan Eksponensial.
$FCF_{i,t}$	= Free cash flow.
$\ln TA_{i,t}$	= Ln Total Asset.
$GROWTH_{i,t}$	= Pertumbuhan penjualan perusahaan.
$DER_{i,t}$	= Debt equity ratio.
$ROE_{i,t}$	= Return on equity.
$OWNERS_{i,t}$	= Proporsi kepemilikan saham publik.
$\mu_{i,t}$	= Kesalahan acak atau variabel pengganggu.

HASIL PENELITIAN DAN

PEMBAHASAN

Sampel Penelitian

Sesuai dengan yang dikemukakan di dalam metode penelitian, sampel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah target populasi, yaitu semua perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil pengamatan selama 5 tahun, dari tahun 2006 sampai dengan 2010 diperoleh sebanyak 1520 sampel perusahaan. Untuk tujuan analisis dengan menggunakan *logistic regression* untuk penentuan kebijakan dividen, maka dipisahkan antara perusahaan yang melakukan kebijakan membayarkan dividen (*dummy 1*), dan perusahaan yang tidak membayarkan dividen (*dummy 0*). Perusahaan yang melakukan kebijakan

membayarkan dividen sebanyak 338 sampel perusahaan, sedangkan yang tidak membayarkan dividen sebanyak 1182 sampel perusahaan.

Setelah dilakukan olah data dengan *logistic regression model* terhadap 1520 sampel perusahaan, didapatkan 30 sampel perusahaan yang mengalami *outlier (casewise)*. Untuk memperbaiki *output logistic regression*, maka 30 sampel perusahaan ini dihilangkan dari sampel penelitian, sehingga sampel perusahaan yang digunakan menjadi 1490 sampel. Perusahaan yang melakukan kebijakan membayarkan dividen sebanyak 310 sampel perusahaan, sedangkan yang tidak membayarkan dividen sebanyak 1180 sampel perusahaan.

Hasil Logistic Regression Model

Perbandingan output logistic regression model antara 1520 dengan 1490 sampel perusahaan disajikan dalam Tabel 4.1. Berdasarkan Tabel 4.1. dapat dijelaskan mengenai, penilaian keseluruhan model (*overall model fit*) dan kontribusi *logistic regression model*, pengujian koefisien regresi, dan interpretasi koefisien regresi.

Penilaian Keseluruhan Model (*overall model fit*) dan Kontribusi Model

Untuk menilai keseluruhan model digunakan metode *Maximum Log Likelihood*. Apabila nilai *-2 Log Likelihood* pada tahap 0 (hanya memasukkan variabel konstanta) **lebih besar** dari nilai *-2 Log Likelihood* pada tahap 1 (dengan menambahkan variabel bebas), maka model menjadi lebih baik. *Logistic Regression Model* pada 1520 sampel perusahaan diperoleh nilai *-2 Log Likelihood* sebesar 1610,683 (tahap 0)

lebih besar dari 1471,026 (tahap 1), maka model menjadi lebih baik. Demikian juga, *Logistic Regression Model* pada 1490 sampel perusahaan nilai *-2 Log Likelihood* sebesar 1523,872 (tahap 0) lebih besar dari 1349,065 (tahap 1), maka model menjadi lebih baik. Perbandingan antara *Logistic Regression Model* pada 1520 sampel perusahaan dengan 1490 sampel perusahaan, menunjukkan bahwa *Logistic Regression Model* pada 1490 sampel perusahaan **lebih baik**.

Dilihat dari nilai *Nagelkerke R²*, yang merupakan kontribusi model terhadap variabilitas probabilitas kebijakan dividen (variabel dependen), maka nilai *Nagelkerke R²* pada *Logistic Regression Model* pada 1520 sampel perusahaan sebesar 0,135, sedangkan pada 1490 sampel perusahaan sebesar 0,173. Keadaan ini menunjukkan kontribusi *Logistic Regression Model* pada 1490 sampel perusahaan **lebih baik** dibandingkan dengan pada 1520 sampel perusahaan.

Pengujian Koefisien Regresi

Untuk menguji koefisien regresi, dilakukan dengan melihat signifikansi koefisien regresi. Pada *Logistic Regression Model* pada 1520 sampel perusahaan, terdapat 3 variabel (*constant, size of firm dan return on equity*) menunjukkan pengaruh yang signifikan, dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05, sedangkan 4 variabel (*free cash flow, growth of sales, debt equity ratio dan owners*) menunjukkan pengaruh tidak signifikan, dengan tingkat signifikansi lebih besar 0,05. Pada *Logistic Regression Model* pada 1490 sampel perusahaan, terdapat 5 variabel (*constant, size of firm, debt equity ratio, return on equity dan public ownership*) menunjukkan pengaruh

yang signifikan, dengan tingkat signifikansi kurang dari 0,05, sedangkan 2 variabel (*free cash flow* dan *growth of sales*) menunjukkan pengaruh tidak signifikan, dengan tingkat signifikansi lebih besar 0,05.

tidak membayarkan dividen 0,37078.

3. Variabel *public ownership* menunjukkan pengaruh negatif signifikan dengan koefisien sebesar -0,012. Apabila ada

Tabel 4.1.

Hasil Logistic Regression Model Untuk 1520 dan 1490 Sampel Perusahaan

Variabel	Logistic Regression 1520 Sampel Perusahaan			Logistic Regression 1490 Sampel Perusahaan		
	B	Exp (β)	Sign.	B	Exp (β)	Sign.
Constant	-11,700	0,000	0,000 *)	-15,779	0,000	0,000 *)
Free Cash Flow	0,001	1,001	0,583	0,001	1,001	0,289
Size of Firm	0,379	1,461	0,000 *)	0,529	1,697	0,000 *)
Growth of Sales	0,000	1,000	0,253	0,000	1,000	0,210
Debt Equity Ratio	0,000	1,000	0,166	0,000	1,000	0,024 *)
Return on Equity	0,022	1,023	0,000*)	0,003	1,003	0,011 *)
Owners	-0,006	0,994	0,082	-0,012	0,988	0,001 *)
-2 Log Likelihood (step 0)	1610,863			1523,872		
-2 Log Likelihood (step 1)	1471,026			1349,065		
Nagelkerke R ²	0,135			0,173		

Keterangan: *) Signifikan α 0,05.

Interpretasi Koefisien Regresi

1. Nilai konstanta sebesar -15,779, akan tetapi nilai probabilitas tidak ada yang negatif, maka nilainya dianggap nol (0), yang berarti bila tidak ada perubahan variabel bebas, maka perusahaan melaksanakan kebijakan tidak membayarkan dividen.

2. Variabel *size of firm* menunjukkan pengaruh positif signifikan dengan koefisien sebesar 0,529. Apabila ada peningkatan *size of firm* sebesar 1%, maka akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen, dengan variabel yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar 1,697, menunjukkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen sebesar $1,697/2,697 = 0,62922$, sedangkan probabilitas kebijakan

peningkatan *owners* sebesar 1%, maka akan menurunkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen. dengan variabel yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar 0,988, menunjukkan probabilitas kebijakan dividen membayarkan sebesar $0,988/1,988 = 0,49698$, sedangkan probabilitas kebijakan tidak membayarkan dividen 0,50302.

4. Variabel *free cash flow* menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan dengan koefisien sebesar 0,001. Apabila ada peningkatan *free cash flow* sebesar 1%, maka akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen, dengan variabel yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar 1,001, menunjukkan probabilitas kebijakan membayarkan

dividen sebesar $1,001/2,001 = 0,50025$, sedangkan probabilitas kebijakan tidak membayarkan dividen $0,49975$.

5. Variabel *return on equity* menunjukkan pengaruh positif signifikan dengan koefisien sebesar $0,003$. Apabila ada peningkatan *return on equity* sebesar 1% , maka akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen, dengan variabel yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar $1,003$, menunjukkan probabilitas kebijakan dividen s membayarkan ebesar $1,003/2,003 = 0,50075$, sedangkan probabilitas kebijakan tidak membayarkan dividen $0,49925$.

6. Variabel *debt equity ratio* menunjukkan pengaruh positif signifikan dengan koefisien sebesar $0,000$. Apabila ada peningkatan *debt equity ratio* sebesar 1% , maka akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen, dengan variable yang lain dianggap konstan. dengan variabel yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar $1,000$, menunjukkan probabilitas kebijakan dividen se membayarkan besar $1,000/2,000 = 0,500$, sedangkan probabilitas kebijakan tidak membayarkan dividen $0,500$.

7. Variabel *growth of sales* menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan dengan koefisien sebesar $0,000$. Apabila ada peningkatan *growth of sales* sebesar 1% , maka akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen, dengan variabel yang lain dianggap konstan. dengan variable yang lain dianggap konstan. Nilai $Exp(\beta)$ sebesar $1,000$, menunjukkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen sebesar $1,000/2,000$

$= 0,500$, sedangkan probabilitas kebijakan tidak membayarkan dividen $0,500$.

Pembahasan

Berdasarkan hasil *logistic regression model* untuk penentuan probabilitas kebijakan dividen pada Perusahaan Non Keuangan yang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), *variabel free cash flow* dan *growth of sales* berpengaruh tidak signifikan, sedangkan *variabel size of firm*, *debt equity ratio*, *return on equity* dan *public ownership* berpengaruh signifikan (Tabel 4.1). Pengaruh variabel yang signifikan terhadap probabilitas kebijakan dividen dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. *Size of firm*

Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif signifikan antara *size of firm* terhadap probabilitas kebijakan membayarkan dividen, pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai eksponensial β sebesar $1,697$ menunjukkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen sebesar $0,62422$, berarti setiap peningkatan *size of firm* akan meningkatkan probabilitas kebijakan membayarkan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Fama and French (2001), Naser et al. (2004) dan Al-Kuwari (2010), yang menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan besar cenderung meningkatkan *dividend payout*-nya untuk mengurangi masalah keagenan dan tentunya biaya keagenan. Di samping itu, perusahaan besar lebih mudah untuk akses ke pasar modal untuk mendapatkan dana eksternal, sehingga meningkatkan pembayaran dividen (Fama and French, 2001).

2. *Public ownership*

Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh negatif signifikan antara *public ownership* terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai eksponensial β sebesar 0,988 menunjukkan probabilitas kebijakan pembayaran dividen sebesar 0,49698, berarti setiap peningkatan *public ownership* akan menurunkan probabilitas kebijakan pembayaran dividen. Kepemilikan saham perusahaan biasanya dipegang oleh institusi. Penelitian ini menitikberatkan pada kepemilikan publik. Kepemilikan publik dapat dibedakan antara kelompok investor spekulasi dan kelompok investor murni. Investor spekulasi berpegang pada teori yang dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (*Dividen Irrelevance Theory*), yang berargumentasi bahwa dividen tidak relevan untuk biaya modal dan nilai perusahaan, tanpa pajak atau biaya transaksi. Investor ini berharap pada keuntungan (*capital gain*) dari jual beli saham. Investor murni berpegang pada teori yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (*Bird on the Hand Theory*), yang berargumentasi bahwa investor menilai uang dari dividen yang diharapkan lebih tinggi dari *capital gain*, karena dividen lebih tidak berisiko dibandingkan dengan *capital gain* (Brigham dan Houston, 2006). Terjadi pengaruh negatif antara kepemilikan publik terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, mengindikasikan investor spekulasi lebih dominan daripada investor murni. Mereka lebih memikirkan *capital gain*, maka tidak mempersoalkan masalah dividen. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Kuwari (2010), yang menekankan pada kepemilikan

pemerintah (*Government Ownership*). Hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif antara kepemilikan pemerintah terhadap kebijakan pembayaran dividen. Pemerintah memiliki peran penting dan kekuatan dalam keputusan pembayaran dividen, sehingga peran pemegang saham di luar pemerintah menjadi kecil. Dengan demikian perusahaan mempunyai kekuatan membayar dividen yang tinggi, sehingga masalah keagenan bisa dikurangi dan reputasi perusahaan dapat dipertahankan. Hasil penelitian yang sama, dilakukan oleh Glen et al. (1995) dan Naser et al. (2004).

3. *Return on equity*

Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif signifikan antara *return on equity* terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai eksponensial β sebesar 1,003 menunjukkan probabilitas kebijakan pembayaran dividen sebesar 0,50075, berarti setiap peningkatan *return on equity* akan meningkatkan probabilitas kebijakan pembayaran dividen. Profitabilitas perusahaan dalam penelitian ini diprosikan dengan *return on equity*. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Aivazian et al. (2003) dan Al-Kuwari (2010). Profitabilitas merupakan faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen. Dengan profitabilitas yang tinggi dimungkinkan perusahaan dapat membayarkan dividen yang lebih besar. Hasil penelitian ini didukung oleh *the signaling theory of dividend*, atau dengan profitabilitas perusahaan yang digunakan untuk membayar dividen menunjukkan kinerja keuangan perusahaan yang lebih baik.

4. *Debt equity ratio*

Hasil penelitian menunjukkan terdapat pengaruh positif atau negatif signifikan antara *debt equity ratio* terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Nilai eksponensial β sebesar 1,000 menunjukkan probabilitas kebijakan pembayaran dividen sebesar 0,500, berarti probabilitas kebijakan pembayaran dividen dengan probabilitas kebijakan tidak membayar dividen adalah sama. Peningkatan *debt equity ratio* akan meningkatkan (positif) atau menurunkan (negatif) probabilitas kebijakan pembayaran dividen. Untuk pengaruh negatif terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen mendukung penelitian yang dilakukan oleh Jensen et al. (1992) dan Aivazian et al. (2003), dimana rasio hutang berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen, yang berarti bahwa perusahaan dengan rasio hutang yang rendah akan membayar dividen yang lebih besar. "*Firms with relatively less debt and more tangible assets have greater financial slack and more able to pay and maintain their dividends*". Hasil ini didukung oleh teori biaya keagenan (*agency cost theory*). Kebalikannya, terdapat pengaruh positif antara rasio hutang terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil ini didukung oleh teori sinyal (*signalling theory*). "*Firms with high payout ratios tend to debt financed, while firms with low payout ratios tend to be equity financed*" (Chang and Ree, 1990).

Untuk dua variabel (*free cash flow dan growth of sales*) yang berpengaruh tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen dapat dijelaskan, bahwa kedua variabel ini berhubungan

profitabilitas perusahaan. Peningkatan penjualan tidak menjamin peningkatan profitabilitas perusahaan, sehingga tidak dapat diperoleh aliran kas bebas yang dapat digunakan untuk membayar dividen. Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan dengan tingkat aliran kas bebas yang tinggi cenderung meningkatkan masalah keagenan, karena manajer mungkin akan menggunakannya untuk keuntungan mereka sendiri daripada didistribusikan kepada pemegang saham. Pendapat Jensen didukung oleh Smith and Watts (1992) dan La Porta et al. (2000), dengan tambahan aliran kas bebas dimungkinkan manajer memilih proyek-proyek lain, dan membatasi kepentingan investor akan dividen.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI PENELITIAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan mengukur pengaruh *size of firm, public ownership, free cash flow, return on equity, debt equity ratio dan growth of sales* terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian dapat disimpulkan, ukuran perusahaan (*size of firm*) dan profitabilitas perusahaan (*return on equity*) berpengaruh positif signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, dengan probabilitas lebih besar dari 0,5. Rasio hutang perusahaan (*debt equity ratio*) berpengaruh positif/negatif signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, dengan probabilitas yang sama antara membayarkan dengan tidak membayarkan dividen (0,5). Proporsi kepemilikan saham publik (*public*

ownership) berpengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen, dengan probabilitas kurang dari 0,5. Variabel aliran kas bersih (*free cash flow*), pertumbuhan dan kesempatan investasi perusahaan (*growth of sales*) berpengaruh tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen.

Implikasi Penelitian

Temuan dalam penelitian ini memberikan implikasi teoritis maupun praktis. Temuan bahwa aliran kas bebas (*free cash flow*) serta pertumbuhan dan kesempatan investasi perusahaan (*growth of sales*) berpengaruh tidak signifikan terhadap probabilitas kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan non keuangan di Bursa Efek Indonesia, memberikan informasi bahwa pertumbuhan penjualan tidak menjamin tersedianya aliran kas bebas yang dapat digunakan untuk membayarkan dividen, sehingga meningkatkan masalah keagenan. Temuan ini tidak memberikan dukungan terhadap teori keagenan (*Agency Theory*). Temuan bahwa Ukuran perusahaan (*size of firm*), Rasio hutang perusahaan (*debt equity ratio*), tingkat profitabilitas perusahaan (*return on equity*) dan Proporsi kepemilikan saham publik (*public ownership*), memberikan dukungan kepada *agency theory* maupun *signaling theory* atau *information content theory*. Semakin besar ukuran perusahaan cenderung meningkatkan *dividend payout* untuk mengurangi masalah keagenan. Semakin besar penggunaan hutang untuk membayarkan dividen menunjukkan semakin besar risiko perusahaan dan memberikan sinyal negatif kepada pemegang saham. Semakin besar keuntungan perusahaan perusahaan

memberikan sinyal positif kepada pemegang saham dan akhirnya semakin besar kepemilikan publik, akan meningkatkan masalah keagenan.

DAFTAR PUSTAKA

Aivazian, V., L. Booth and S. Cleary, 2003. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies from U.S. firms?, *Journal of Financial Research* 26, pp. 139-148.

Allen, F. and R. Mikhaely., 2003. Payout Policy, *Elsevier*, Amsterdam, pp.337-429.

Al-Kuwari, D., 2010. To Pay or Not to Pay: Using Emerging Market Panel Data to Identify Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions, *International Research Journal of Finance and Economics*, pp. 19-32.

Al-Malkawi, H., 2008. Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordania Panel Data, *International Journal of Business* 13, pp.177-195.

Brealey, R., and Myers, S., 2003. *Principle of Corporate Finance*, 7th Edition, New York: McGraw Hill.

Brigham E.F., and Ehrhardt., M.C., 2005. *Financial Management: Theory and Practice*, International Student Edition, Singapore: South-Western Cengage Learning.

Brigham E.F., and Houston, JF., 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Jilid 2, Edisi 10, Terjemahan, Jakarta: Salemba Empat.

Chang, R.P., and Rhee, S.G., 1990, The

- Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions, *Financial Management (Financial Management Association)*, 19(2), pp. 21-31.
- Fama, E. and K. French, 2001. Disappearing Dividends: Changing Firms Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3-43.
- Frankfurter, G. and Wood, B., 2002. Dividend Policy Theories and Their Empirical Test, *International Review of Financial Analysis* 11, pp. 111-138.
- Glen, J., Karmokolias, R. Miller, and S. Shah, 1995, Dividend Policy and Behavior in Emerging Markets, Discussion Paper No. 26, *International Financial Corporation*.
- Imam Ghozali, 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*, Edisi 5, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Jensen, M., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76(2), pp. 323-329.
- Jensen, G., Solberg, D., and Zorn, T., 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, June, pp. 247-163.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policy Around the World, *Journal of Finance* 55, pp. 1-33.
- Naser, K., R. Nuseibeh and Al-Kuwari, 2004. Dividend Policy of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: Evidence from Banking Sector of the Gulf Cooperation Council, *Middle East Business and Economic Review* 16, pp. 1-12.
- Smith, C., and R. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32(3), pp. 1-22.