

FAKTOR – FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN SEKTOR NON KEUANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2012-2016

Desi Teliana Silim

Jurusan Manajemen / Fakultas Bisnis dan Ekonomika

desiteliana@gmail.com

Abstrak- Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Variabel yang digunakan adalah *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk* (β) dan *investment opportunity*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan model analisis regresi linier berganda. Target populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2016 yang berjumlah sebanyak 1045 tahun observasi. Pada penelitian ini juga dilakukan uji sensitivitas dengan mengelompokkan target populasi, berdasarkan ukuran perusahaan yaitu kelompok perusahaan besar dan perusahaan kecil. Temuan dari penelitian ini adalah bahwa *size*, *profitability*, *cash* dan *investment opportunity* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan *growth*, *leverage* dan *systematic risk* (β) berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci : Kebijakan dividen, profitabilitas, pertumbuhan, *systematic risk*

Abstract- *This study aims to investigate the determinants of corporate dividend policy. Variabel used in this research is size, profitability, growth, cash, leverage, systematic risk (β) and investment opportunity. This Study uses the quantitative approach and multiple linear regression. The target populations of this study are all non-financial sector companies registered in Indonesia Stock Exchange in 2012-2016 which are equal to 1045 year observations. Subsequently, the robustness test is performed by clustering the target populations by company size, that is large company groups and small company groups. The study finds that size, profitability, cash and investment opportunity affect dividend policy negatively. While growth, leverage and systematic risk (β) affect dividend policy positively.*

Keywords : *Dividend policy, profitability, growth, systematic risk*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan salah satu topik penelitian di bidang keuangan yang hingga sekarang hasilnya masih ambigu. Telah banyak tokoh yang telah mencoba menguraikan hubungan antara dividen dengan nilai perusahaan. Salah satunya adalah dari Miller dan Modigliani (MM) (1961) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun menurut

signalling theory bahwa perusahaan yang membagikan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Jensen,1986). Semakin tinggi dividen yang dibagikan perusahaan maka akan semakin tertarik pula para investor untuk membeli saham emiten tersebut. Oleh karena itu manajemen perusahaan harus dapat menetapkan kebijakan dividen dengan baik. Berikut ini merupakan beberapa hasil penelitian dari faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang mana kriteria pemilihan variabel independen dalam penelitian ini yaitu dengan menggunakan variabel minimal berada pada dua penelitian, sebagai berikut:

Tabel 1. Beberapa Hasil Penelitian yang Menguji *Dividend Policy*

Peneliti (Tahun)	Variabel Independen	Hasil Penelitian
Yarram & Dollery (2015)	<i>Size, Profitability, Growth, Cash, Leverage, Systematic Risk, Franking.</i>	<i>Size, Profitability, Leverage</i> dan <i>Franking</i> berpengaruh positif, sedangkan <i>systematic risk</i> berpengaruh negatif.
Yusof & Ismail (2016)	<i>Size, Growth, Cash, Leverage, Systematic Risk, Earnings, Lagged Dividend, Investment Opportunity</i> dan <i>Largest Shareholder.</i>	<i>Size, Earnings, Investment Opoortunity</i> dan <i>Largest Shareholder</i> berpengaruh positif, sedangkan <i>Leverage</i> berpengaruh negatif.
Booth & Zhou (2015)	<i>Size, Profitability, Growth, Investment Opportunity, Market to Book Ratio</i> dan <i>Volatility</i>	<i>Size, Profitability, Investment Opportunity</i> berpengaruh positif tidak signifikan, sedangkan <i>Growth, M/B</i>
Yarram (2015)	<i>Size, Profitability, Growth, Cash, Leverage, Systematic Risk, CG Score, Ln MVBV</i> dan <i>Capital Expenditure.</i>	<i>Profitability, Leverage</i> dan <i>CG Score</i> berpengaruh positif, sedangkan <i>Cash</i> dan <i>Systematic Risk</i> berpengaruh negatif.
Benjamin <i>et al.</i> (2016)	<i>Size, Profitability, Growth, Leverage, Board Size</i> dan <i>Board Independent</i>	<i>Size, Profitability, Growth</i> dan <i>Board Size</i> berpengaruh positif, sedangkan <i>Leverage</i> berpengaruh negatif.

METODE PENELITIAN

Target Populasi dan Karakteristik

Populasi dalam penelitian ini adalah (1) Perusahaan terdaftar di BEI selama lima tahun berturut-turut, (2) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan yang telah

diaudit secara runtut setiap tahun dan berakhir pada 31 Desember selama periode 2012-2016, (3) Memiliki data penunjang variabel yang lengkap, (4) Tidak memiliki saldo laba negatif, (5) Tidak memiliki ekuitas negatif, (6) Tidak melakukan merger dan akuisisi.

Metode Pengolahan Data

Pada penelitian ini dilakukan uji mengukur *size* setiap perusahaan yang dibagi menjadi dua yaitu perusahaan besar dan kecil, dengan menggunakan *robustness test*. Penelitian ini menggunakan metode pengolahan data regresi linear berganda untuk mengetahui pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *dividend policy* yang diukur menggunakan *dividend payout ratio*, sedangkan variabel independennya adalah *size*, *profitability* (PROFIT), *growth*, *cash*, *leverage* (LEV), *systematic risk* (β) dan *investment opportunity* (IOS).

$$DPR_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot SIZE_{1it} + \beta_2 \cdot PROFIT_{2it} - \beta_3 \cdot Growth_{3it} + \beta_4 \cdot Cash_{4it} - \beta_5 \cdot LEV_{5it} - \beta_6 \cdot \beta_{6it} - \beta_7 \cdot IOS_{7it} + e \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- $SIZE_{it}$: ukuran badan usaha pada periode t
- ROA_{it} : profitabilitas badan usaha pada periode t
- $GROWTH_{it}$: tingkat pertumbuhan total aset selama lima tahun badan usaha periodet
- $CASH_{it}$: komposisi kas yang dimiliki oleh badan usaha pada periode t
- DR_{it} : komposisi utang pada badan usaha pada periode t
- $\beta_{i,t}$: risiko pasar pada badan usaha pada periode t
- IOS_{it} : *investment opportunity* pada badan usaha periode t
- α : koefisien konstanta
- β : koefisien regresi
- e : *error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 2 menunjukkan statistik masing-masing variabel penelitian yaitu *dividend policy* sebagai variabel dependen, variabel independennya yaitu *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk*, dan *investment opportunity*.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	DPR	SIZE	PROFIT	GROWTH	CASH	LEV	RISK	IOS
Mean	0,216557	28,77881	0,065748	0,151862	0,115273	0,460904	0,801012	0,289827
Median	0,122576	28,80988	0,052499	0,111476	0,079166	0,466982	0,693183	0,242314
Maximum	5,258081	33,19881	0,657201	6,756277	0,800694	1,659282	6,395071	1,103365
Minimum	-8,423291	23,55702	-0,361521	-0,719734	0,000552	0,008427	-6,236486	0,001870
Std. Dev.	0,604691	1,613132	0,083567	0,302350	0,113404	0,198430	1,3763306	0,204281
Skewness	-2,874347	-0,091768	1,469486	11,85343	1,906787	0,224438	0,083977	0,849790
Kurtosis	79,42488	2,714035	9,797550	236,6403	8,096005	3,671235	5,880472	3,122982
Jarque-Bera	255755,5	5,027379	2388,010	2401315	1763,987	28,39121	362,4987	126,4319
Probability	0,000000	0,080969	0,000000	0,000000	0,000000	0,000001	0,000000	0,000000
Sum	226,3019	30073,86	68,70637	158,6955	120,4599	481,6647	837,0574	302,8694
Sum Sq.Dev.	381,7402	2716,692	7,290788	95,43750	13,42640	41,10705	1968,953	43,56702
Observations	1045	1045	1045	1045	1045	1045	1045	1045

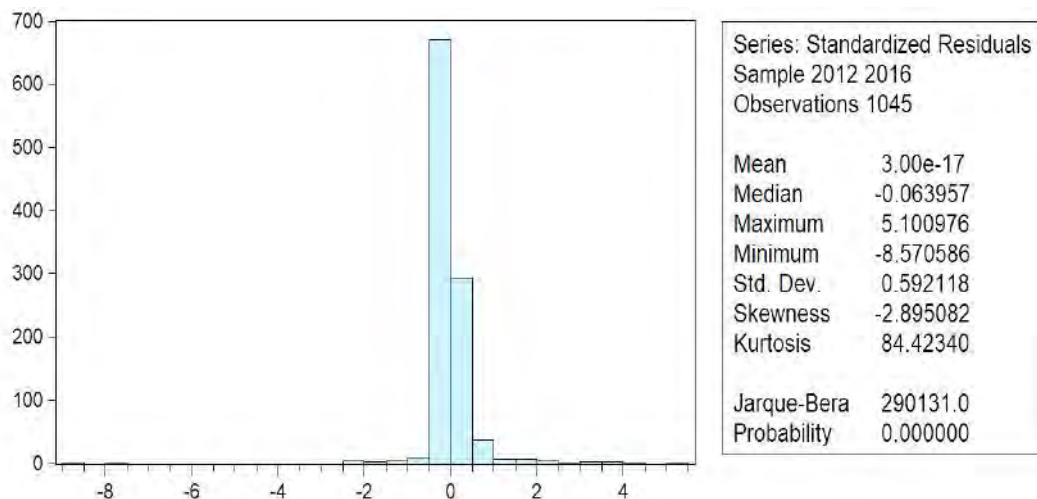
(Sumber: Pengolahan data dari program Eviews 8)

Berdasarkan tabel 2 dapat terlihat bahwa jumlah observasi dalam penelitian ini adalah sejumlah 1045. Pada variabel *dividend policy* yang diukur menggunakan *dividend payout ratio* (DPR), nilai *max* diperoleh dari INDR 2012 dan nilai *min* diperoleh oleh GDYR 2015. Untuk variabel *size*, nilai *max* dan *min* masing-masing diperoleh dari ASII 2016 dan AIMS 2016. Variabel *profitability*, nilai *max* diperoleh dari MLBI 2013 dan nilai *min* diperoleh oleh TRAM 2015. Pada variabel *growth*, nilai *max* diperoleh dari CENT 2013 sedangkan nilai *min* diperoleh oleh AIMS 2012. Untuk variabel *cash* nilai *max* diperoleh dari GOLD 2015 dan nilai *min* diperoleh dari AIMS 2013. Variabel *leverage*, nilai *max* dan *min* masing-masing diperoleh dari LPPF 2012 dan INDX 2016. Pada variabel *systematic risk*, nilai *max* diperoleh oleh KBLM 2016 sedangkan nilai *min* diperoleh dari TRAM 2016. Kemudian pada variabel *investment opportunity*, masing-masing nilai *max* dan *min* diperoleh oleh LPPF 2015 dan INAF 2013.

Pengujian Asumsi Klasik

1. Hasil Pengujian Normalitas

Pengujian normalitas data menggunakan program Eviews 8 dengan melihat hasil uji Jarque-Bera. Hasil pengujian normalitas dengan menggunakan Jarque-Bera pada seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2012-2016 adalah sebagai berikut :



Gambar 1
Uji Normalitas Menggunakan Metode *Pooled Least Square*
 (Sumber: Pengolahan data dari program Eviews 8)

2. Hasil Pengujian Multikolinearitas

Dari Tabel 3 dapat diketahui bahwa tidak terdapat nilai korelasi yang tinggi (lebih dari 0,8 atau lebih rendah dari -0,8) antar variabel independen yang digunakan. Oleh karena itu, data yang digunakan dalam penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

Tabel 3. Hasil Uji Multikolinearitas

	SIZE	PROFIT	GROWTH	CASH	LEV	RISK	IOS
SIZE	1,000000	0,108504	0,067041	-0,059459	0,232341	0,190669	0,020262
PROFIT	0,108504	1,000000	0,058242	0,235649	-0,147730	0,072830	0,495157
GROWTH	0,067041	0,058242	1,000000	0,001210	0,033740	0,100606	-0,125540
CASH	-0,059459	0,235649	0,001210	1,000000	-0,321148	-0,001966	0,333762
LEV	0,232341	-0,147730	0,033740	-0,321148	1,000000	0,038403	-0,453221
RISK	0,190669	0,072830	0,100606	-0,001966	0,038403	1,000000	0,012268
IOS	0,020262	0,495157	-0,125540	0,333762	-0,453221	0,012268	1,000000

(Sumber: Pengolahan data dari program Eviews 8)

Pembahasan Hasil Uji Regresi

Tabel 4. Hasil Uji Regresi (BEI-Dividend Payout Ratio)

Variabel	Koefisien	t-Statistic	Probabilitas	Hipotesis
C	1,143745	6,805500	0,0000	
SIZE	-0,031664	-5,607798	0,0000***	Positif
PROFIT	-0,090056	-3,078772	0,0021***	Positif
GROWTH	0,013977	5,571729	0,0000***	Negatif
CASH	-0,230777	-7,004624	0,0000***	Positif
LEV	0,035290	2,743814	0,0062***	Negatif
RISK	0,006235	6,648715	0,0000***	Negatif
IOS	-0,023465	-1,710472	0,0876*	Negatif
R-Squared			0,945568	
Adjusted R-Squared			0,931451	
F-statistic			66,98095	
Prob (F-Statistic)			0,000000	

(Sumber: data diolah)

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

$$DPR = 1,143745 - 0,031664SIZE - 0,090056PROFIT + 0,013977GROWTH - 0,230777CASH + 0,035290LEV + 0,006235RISK - 0,023465IOS$$

Persamaan di atas memiliki nilai konstanta sebesar 1,143745 yang artinya ketika variabel independen bernilai 0, maka nilai *dividend payout ratio* (DPR) akan naik sebesar 1,143745.

Hasil Pengujian Hipotesis

1. Hasil uji F

Uji F berguna untuk mengetahui apakah variabel independen bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Untuk mengetahui hal tersebut, maka dapat dilakukan uji F pada model regresi linear berganda dengan *fixed effect model*. Hasil uji F ini dapat dilihat dari probabilitas *F-statistic*. Jika nilai probabilitas *F-statistic* semakin kecil, maka akan semakin kuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari tabel 4.7 terlihat bahwa probabilitas *F-statistic* lebih kecil dari 1% yaitu sebesar 0,000000%. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa variabel *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk* dan *investment opportunity*

secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada level 1%. Dengan demikian, variabel independen dalam penelitian ini dapat digunakan untuk mengestimasi variabel dependen dengan baik.

2. Hasil uji t

Uji t merupakan uji statistik yang digunakan untuk menguji hubungan variabel independen secara parsial dengan variabel dependen. Hasil dari pengujian tersebut dapat dilihat dari probabilitas *t-statistic* yang telah dihitung.

Tabel 5. Rangkuman Hasil Penelitian

Variabel	Koefisien	Probabilitas	Hipotesis	Keterangan
C	1,143745	0,0000		
SIZE	-0,031664	0,0000***	Positif	Ditolak
PROFIT	-0,090056	0,0021***	Positif	Ditolak
GROWTH	0,013977	0,0000***	Negatif	Ditolak
CASH	-0,230777	0,0000***	Positif	Ditolak
LEV	0,035290	0,0062***	Negatif	Ditolak
RISK	0,006235	0,0000***	Negatif	Ditolak
IOS	-0,023465	0,0876*	Negatif	Diterima
R-Squared			0,945568	
Adjusted R-Squared			0,931451	
F-statistic			66,98095	
Prob (F-Statistic)			0,000000	

(Sumber: data diolah)

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

Pada Tabel 5. dapat dilihat bahwa hasil uji variabel *size* menunjukkan koefisien sebesar -0,031664 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 yang berarti variabel *size* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Namun hipotesis dalam penelitian ini menyatakan adanya hubungan positif antara *size* terhadap *dividend policy*. Artinya, telah terjadi kesalahan tipe 1, yaitu ketika hasil penelitian menyatakan H_0 ditolak padahal H_0 benar.

Tabel 6. Kesalahan Tipe 1 dan Tipe 2

KEPUTUSAN	Keadaan Sebenarnya	
	H ₀ Benar	H ₁ Benar
Terima H ₀	Taraf Kepercayaan $1 - \alpha$	Kesalahan Tipe II B
Terima H ₁	Kesalahan Tipe 1 α	Power / Daya Uji $1 - \beta$

(Sumber: statistics.about.com)

Ahmed & Javid (2008) mengatakan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar aset yang dimiliki perusahaan. Dengan besarnya aset yang dimiliki, perusahaan akan lebih memilih menginvestasikan dana yang dimiliki pada aset perusahaan. Sedangkan sisa dana yang tersedia akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Yarram & Dollery (2015) menyatakan bahwa ukuran sebuah perusahaan dapat dijadikan sebagai gambaran tingkat informasi yang asymmetry didalam suatu perusahaan. Pada umumnya perusahaan berskala besar memiliki ketersediaan informasi lebih banyak dibandingkan perusahaan berskala kecil. Dengan demikian, untuk menghindari adanya informasi yang asymmetry yang dapat menimbulkan *agency cost*, perusahaan berskala kecil akan membagikan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham. Selain itu, Ullah & Fida (2012) juga menyatakan bahwa perusahaan akan lebih membayar dividen yang tinggi dibandingkan adanya ketersediaan dana untuk para manajer perusahaan yang menginvestasikan dana di *project* yang tidak menguntungkan.

Hasil uji variabel *profitability* menunjukkan koefisien sebesar -0,090056 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0021 yang berarti variabel *profitability* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*. 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 dalam Kamel, 2016). Dalam kebijakan dividen yang ditetapkan perusahaan mengandung banyak informasi mengenai perusahaan. Oleh karena sifatnya ini, perusahaan biasanya memberlakukan kebijakan dividen konservatif secara stabil (Murhadi, 2010 dalam Kamel, 2016).

Hasil uji variabel *growth* menunjukkan koefisien sebesar 0,013977 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 yang berarti variabel *growth* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Grullon *et al.* (2002) dalam Yarram & Dollery (2015) mengungkapkan bahwa perusahaan yang ada pada tahap *mature* atau tingkat pertumbuhan tinggi membagikan dividen yang tinggi pula. Adapun tujuan pembagian dividen yang tinggi tersebut adalah ingin memberi sinyal bahwa perusahaan memiliki risiko sistematis yang lebih rendah karena produk dan pasar yang dimiliki pada tahap *mature*. Adapun tujuan lain adalah agar perusahaan yang berprospek keuangan yang kurang baik tidak dapat dengan mudah meniru.

Hasil uji variabel *cash* menunjukkan koefisien sebesar -0,230777 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 yang berarti variabel *cash* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *cash* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*. Yarram (2015) mengatakan bahwa apabila perusahaan memiliki masalah terhadap likuiditas, perusahaan cenderung tidak membayar dividen karena dana pada masa sekarang digunakan untuk investasi di masa depan dan tidak mencukupi untuk membayar dividen pada para investor. Hal ini sesuai dengan *residual dividend theory* yang mengatakan bahwa perusahaan akan menahan dan menginvestasikan kembali laba yang diperoleh perusahaan (Megginson, 1997). Jamil *et al.* (2016) mengatakan bahwa dengan perusahaan mempunyai kas, perusahaan memiliki dana yang memadai untuk mengambil peluang investasi yang berguna untuk pertumbuhan perusahaan. Dengan perusahaan memegang uang kas juga berguna untuk memenuhi kewajiban, memastikan operasi perusahaan dan untuk mengambil peluang investasi yang menguntungkan (Wai & Zhu, 2013).

Hasil uji variabel *leverage* menunjukkan koefisien sebesar 0,035290 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0062 yang berarti variabel *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Pujiastuti (2008) juga menjelaskan bahwa semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, semakin tinggi dividen yang dibagi oleh perusahaan.

Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan *leverage* tinggi memiliki tingkat pengawasan yang tinggi dari para kreditur atau bank, sehingga *agency cost* perusahaan akan menurun. Dengan menurunnya *agency cost* perusahaan, maka kinerja perusahaan akan meningkat, sehingga akan meningkatkan dividen yang dibagikan perusahaan.

Hasil uji variabel *systematic risk* menunjukkan koefisien sebesar 0,006235 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0000 yang berarti variabel *systematic risk* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa *systematic risk* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Chen dan Steiner (1999) dalam Putri dan Nasir (2006) menunjukkan bahwa pada kondisi risiko yang tinggi, manajer akan memilih proyek berisiko tinggi dengan tujuan akan mendapat return yang tinggi. Dengan perusahaan memperoleh tingkat *return* yang tinggi juga akan mempengaruhi besar atau kecil dividen yang dibagikan, sehingga akan menjadi sebuah sinyal perusahaan kepada para investor. Hal ini sesuai dengan *signaling theory* yang mengatakan bahwa perubahan besar atau kecilnya dividen yang dibagikan perusahaan merupakan sinyal bahwa manajemen mengharapkan *future earning* mengalami arah perubahan yang sama. Apabila dividen yang dibagikan tinggi, maka dianggap sebagai sinyal positif bagi para investor. Hal ini dikarenakan dalam pengumuman dividen juga menyampaikan beberapa informasi tentang kinerja perusahaan. Salah satunya adalah mengenai kondisi perusahaan saat ini, serta tingkat profit di masa yang akan datang. Informasi tersebut akan mempengaruhi penilaian pemegang saham terhadap perusahaan (Miller & Modigliani, 1961).

Dapat dilihat pada tabel 5 hasil uji variabel *investment opportunity* menunjukkan koefisien sebesar -0,023465 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,0876 yang berarti variabel *investment opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis awal yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy*. Murhadi (2010) dalam Kamel (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity* merupakan luasnya kesempatan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan dalam rangka memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Hasil penelitian ini juga mendukung *residual dividend theory* yang dikemukakan oleh Megginson (1996).

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan sebaiknya menahan laba untuk diinvestasikan kembali daripada digunakan untuk membayarkan dividen ke pemegang saham. Hal ini dikarenakan reinvestasi akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Pembayaran dividen dilakukan ketika perusahaan telah menggunakan labanya untuk mendanai semua proyek yang NPV nya positif dan masih memiliki sisa dana sehingga dibagikan kepada pemegang saham.

3. Koefisien Determinasi (R^2)

Fungsi dari nilai R^2 dan *adjusted-R²* adalah untuk menjelaskan seberapa besar variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independennya. Kelemahan dari R^2 yaitu nilainya akan semakin tinggi pada saat jumlah variabel independennya bertambah tanpa memperhatikan apakah variabel independen baru tersebut signifikan atau tidak. Namun hal tersebut dapat diatasi dengan menggunakan nilai *adjusted-R²*, yang mana nilainya akan bertambah ketika variabel independen yang ditambahkan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Pada Tabel 5 menunjukkan masing-masing nilai dari R^2 dan *adjusted-R²* yaitu sebesar 0.945568 dan 0.931451. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel dependen yaitu *dividend policy* (diukur menggunakan *dividend payout ratio*) dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel independennya yaitu *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk* dan *investment opportunity*.

4. Robustness Test

Robustness Test dilakukan untuk menguji ketahanan model regresi utama apabila model tersebut diuji dengan memodifikasi model regresi tersebut. Dalam penelitian ini, *Robustness Test* dilakukan untuk menguji sensitifitas dan konsistensi dari hasil penelitian dengan menggunakan model utama. Model utama penelitian adalah penelitian pada seluruh perusahaan sektor non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2012-2016. Sedangkan model lainnya adalah penelitian pada setiap perusahaan sektor non-keuangan di BEI periode 2012-2016 yang dibagi menjadi dua. Pengelompokan perusahaan berdasarkan rata-rata *size* seluruh perusahaan pada tahun 2016. Perusahaan yang memiliki nilai *size* diatas rata-rata, maka digolongkan pada perusahaan besar, sedangkan perusahaan yang mempunyai nilai *size* dibawah rata-rata termasuk dalam perusahaan kecil.

Tabel 6. Hasil Uji *Robustness*

Variabel	Seluruh Perusahaan		Perusahaan Besar		Perusahaan Kecil	
	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat	Koef.	t-Stat
C	1,143745	6,805500	2,807033	3,820416	0,319515	1,105190
SIZE	-0,031664	-5,607798***	-0,078787	-3,293438***	-0,007823	-0,728940
PROFIT	-0,090056	-3,078772***	-0,789765	-6,735491***	-0,010958	-0,226856
GROWTH	0,013977	5,571729***	0,057682	2,146206**	0,004133	0,539719
CASH	-0,230777	-7,004624***	-0,395868	-5,408945***	-0,100189	-3,695678***
LEV	0,035290	2,743814***	-0,239102	-8,539617***	0,154744	5,172400***
RISK	0,006235	6,648715***	0,013711	6,107922***	0,004635	3,225506***
IOS	-0,023465	-1,710472*	0,124924	4,959903***	-0,044586	-1,390000
R-square	0,945568		0,909939		0,928085	
Adj. R-squared	0,931451		0,885749		0,908731	
F-statistic	66,98095		37,61761		47,95117	
Prob (F-Statistic)	0,000000		0,000000		0,000000	

(Sumber: data diolah)

Keterangan:

- * : signifikansi pada 10%
- ** : signifikansi pada 5%
- *** : signifikansi pada 1%

Pada tabel 6 dapat dilihat bahwa pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok perusahaan besar, variabel yang menunjukkan hasil yang berbeda dari model utama adalah *leverage* (LEV) dan *investment opportunity* (IOS). Sedangkan variabel *size* (SIZE), *profitability* (PROFIT), *growth* (GROWTH), *cash* (CASH), dan *systematic risk* (RISK) menunjukkan hasil yang konsisten dengan model utama. Variabel *leverage* (LEV) yang sebelumnya signifikan positif menjadi signifikan negatif. Variabel *investment opportunity* (IOS) yang sebelumnya signifikan negatif menjadi signifikan positif.

Pada perusahaan yang termasuk dalam kelompok perusahaan kecil, variabel yang menunjukkan hasil yang berbeda dari model utama adalah *size* (SIZE), *profitability* (PROFIT), *growth* (GROWTH) dan *investment opportunity* (IOS). Sedangkan variabel *cash* (CASH), *leverage* (LEV), dan *systematic risk* (RISK) menunjukkan hasil yang konsisten dengan model utama. Variabel *size* yang sebelumnya signifikan negatif menjadi tidak signifikan. Variabel *profitability*

(PROFIT) yang sebelumnya signifikan negatif menjadi tidak signifikan. Variabel *growth* (GROWTH) yang sebelumnya signifikan positif menjadi tidak signifikan. Serta variabel *investment opportunity* (IOS) yang sebelumnya signifikan negatif menjadi tidak signifikan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis terhadap 209 perusahaan non keuangan periode dari tahun 2012 sampai 2016 dalam penelitian ini, maka dapat disimpulkan sebagai berikut: *size* (SIZE), *profitability* (PROFIT), *growth* (GROWTH), *cash* (CASH), *leverage* (LEV), *systematic risk* (RISK) dan *investment opportunity* (IOS) berpengaruh signifikan terhadap *dividend policy* yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio*. Nilai dari R^2 dan *adjusted-R²* yaitu sebesar 0.945568 dan 0.931451. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel dependen yaitu *dividend policy* (diukur menggunakan *dividend payout ratio*) dapat dijelaskan dengan baik oleh variabel independennya yaitu *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk* dan *investment opportunity*.

Saran

1. Bagi investor

Penelitian ini dapat menjadi referensi dan bahan pertimbangan bagi investor untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen perusahaan seperti *size*, *profitability*, *growth*, *cash*, *leverage*, *systematic risk* dan *investment opportunity* sebelum melakukan keputusan berinvestasi pada suatu emiten yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *size* besar. Hal ini dikarenakan perusahaan berskala besar memiliki tingkat risiko rendah, walaupun dividen yang dibagikan juga rendah. Adapun pembagian dividen yang rendah tersebut dikarenakan perusahaan berskala besar lebih memilih menginvestasikan dana pada aset perusahaan. Sedangkan, bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *size* kecil. Hal ini dikarenakan perusahaan berskala kecil cenderung akan

membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham untuk meningkatkan ketertarikan investor dalam berinvestasi pada perusahaan tersebut, walaupun memiliki tingkat risiko yang lebih besar.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *profitability* tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat *profitability* tinggi memiliki tingkat risiko rendah, walaupun dividen yang dibagikan juga rendah. Adapun pembagian dividen yang rendah tersebut dikarenakan kebijakan dividen merupakan kebijakan yang membutuhkan dana yang besar. Lalu dalam kebijakan dividen juga mengandung banyak informasi mengenai perusahaan. Maka dari itu perusahaan memberlakukan kebijakan dividen konservatif secara stabil. Sedangkan, bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *profitability* rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan *profitability* rendah cenderung akan membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham untuk menarik perhatian investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, walaupun memiliki tingkat risiko yang lebih besar.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *growth* tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi memiliki tingkat risiko rendah dan dividen yang dibagikan juga tinggi. Adapun pembagian dividen yang tinggi tersebut dikarenakan perusahaan yang pertumbuhan tinggi ingin memberikan sinyal positif bahwa perusahaan memiliki risiko sistematis yang lebih rendah karena produk dan pasar yang dimiliki pada tahap *mature*. Tujuan lain juga agar perusahaan yang berprospek keuangan yang kurang baik tidak dapat dengan mudah meniru. Sedangkan, bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *growth* rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki pertumbuhan rendah cenderung akan membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham untuk meningkatkan ketertarikan investor dalam berinvestasi pada perusahaan tersebut, walaupun memiliki tingkat risiko yang lebih besar.

Bagi investor yang menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *cash* tinggi. Karena perusahaan yang memiliki *cash* tinggi memiliki dana yang memadai untuk mengambil peluang investasi yang berguna untuk pertumbuhan perusahaan, serta untuk memenuhi kewajiban dan memastikan operasi perusahaan berjalan dengan baik. Sehingga perusahaan *cash* tinggi memiliki tingkat risiko yang rendah. Sedangkan, bagi investor yang menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk memilih berinvestasi pada perusahaan dengan *cash* rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *cash* rendah, cenderung akan membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham, walaupun memiliki tingkat risiko yang tinggi.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *leverage* yang tinggi. Karena perusahaan yang memiliki *leverage* tinggi memiliki tingkat pengawasan yang tinggi dari para kreditur atau bank, sehingga *agency cost* perusahaan akan menurun. Dengan menurunnya *agency cost* perusahaan, maka kinerja perusahaan akan meningkat, sehingga akan meningkatkan dividen yang dibagikan perusahaan. Sedangkan bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk memilih berinvestasi pada perusahaan dengan *leverage* rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *leverage* rendah memiliki tingkat pengawasan yang rendah, sehingga adanya potensi timbul *agency conflict* di perusahaan tersebut tinggi. Dengan demikian kinerja perusahaan juga tidak stabil dan memiliki tingkat risiko yang tinggi pula.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *systematic risk* yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *systematic risk* rendah menunjukkan bahwa perusahaan tersebut menghindari risiko, walaupun mengakibatkan dividen yang dibagikan rendah. Sedangkan bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk memilih berinvestasi pada perusahaan dengan *systematic risk* tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *systematic risk* memiliki tingkat risiko yang tinggi dan membagikan dividen yang tinggi. Adapun pembagian dividen yang tinggi tersebut bertujuan

untuk memberikan sinyal positif bagi para pemegang saham, bahwa manajemen mengharapkan *future earning* mengalami arah perubahan yang sama.

Bagi investor yang memiliki kecenderungan menghindari risiko (*risk averse*) disarankan untuk berinvestasi pada perusahaan dengan *investment opportunity* yang tinggi. Karena perusahaan yang memiliki *investment opportunity* tinggi cenderung menahan laba yang diperoleh untuk diinvestasikan kembali agar memperoleh *return* yang lebih besar. Dengan memperoleh *return* yang lebih besar tersebut, menggambarkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat profit yang baik.. Sedangkan bagi investor yang memiliki kecenderungan menyukai risiko (*risk seeker*) disarankan untuk memilih berinvestasi pada perusahaan dengan *investment opportunity* yang rendah. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *investment opportunity* rendah tidak memiliki peluang - peluang bisnis yang berguna untuk pertumbuhan perusahaan.

2. Bagi perusahaan

Bagi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan untuk membuat keputusan dalam menentukan kebijakan dividen. *Investment opportunity* dapat menjadi peluang perusahaan untuk mendapatkan *return* yang lebih besar. Perusahaan sebaiknya juga fokus pada faktor lainnya seperti *size*, *cash*, *leverage* dan *systematic risk* 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.

3. Bagi peneliti selanjutnya

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

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Malkawi, H.a., 2007, Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: an application of the Tobit Model, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 23 No. 2, pp. 44-70.
- Al-Shubiri, N., 2011, Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence From the Amman Stock Exchange, *Far East Journal of Psychology and business*, Vol. 4 No.2, pp. 1-15.
- Ahmed, H., dan Javid, A.Y., 2009, Determinants of Dividend Policy in Pakistan, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 29, pp.110-125.
- Almajali., et al., 2012, “Factors Affecting the Financial Performance of Jordanian Insurance Companies Listed at Amman Stock Exchange”, *Journal of Management Research*, Vol.4 No.2, pp. 266-289.
- Benjamin, S.J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., dan Nejad, N.R., 2016, Family Ownership Dividend Payout in Malaysia, *International Journal of Managerial Finance*, Vol.12 Iss 3 pp.314-334.
- Berenson, M.L., et al., 2012, *Basic Business Statistics Concept and Application 12th Edition*, Prentice Hall.
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘the bird in the hand’ fallacy, *Bell Journal of Economics*, Vol.10 No 1, pp. 259-270.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., dan Michaely, R., 2005, Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 No 3, pp. 483-527.
- Booth, L., dan J. Zhou., 2015, Market Power and Dividend Policy, *Managerial Finance*, Vol.41 Iss 2 pp. 145-163.
- Coulton, J., dan Ruddock, C., 2011, Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-Cycle theory, *Accounting & Finance*, Vol.51 No 2, pp. 381-407.
- DaSilva, C.L., Georgen, M., dan Renneboog, I., 2004 *Dividend Policy and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.
- DeAngelo, H., DeAngelo, I., dan Skinner, D., 2004 : Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 72 No 3, pp. 425-456.
- Farinha, J., 2003, Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: an empirical analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.30 Nos 9-10, pp. 1173-1209.

- Frank, M.Z., Goyal, V.K., 2009, *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?*, Financial Management, Spring 2009: 1-37.
- Gujarati, D.N., 1995, *Basic Econometrics*, 3th Edition, The Mc.Graw-Hill, Singapore.
- Gujarati, Damodar, N., 2003, *Ekonometrika Dasar*, Terjemahan: Sumarno Zain, Jakarta: Erlangga.
- Gujarati, D.N., 2004, *Basic Econometrics*, 4th Edition, The Mc.Graw-Hill
- Gujarati, D.N, 2008, *Ekonometrika Dasar*, Jakarta : Erlangga.
- Ghozali, H. I., 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi Keempat, Universitas Diponegoro.
- Gill, A., Bigger, N. dan Tibrewala, R., 2010, Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States, *The Open Business Journal*, Vol.3, pp.8-14.
- Grullon, G., Michaely, R. dan Swaminatham, B., 2002, "Are Dividend Changes a Sign of Firm maturity?", *The Journal of Business*, Vol. 75 No.3, pp.387-424.
- Halim, J.J., 2013, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Sektor Industri Barang Konsumsi Periode 2008-2011, *Skripsi*, Universitas Surabaya.
- Ho, H., 2003, Dividend Policies in Australia and Japan, *International Advances in Economic Research*, Vol. 9 No.2, pp. 91-100.
- Imran, K., 2011, Determinants of Dividend Payout Policy: a Case of Pakistan Engineering Sector, *The Romanian Economic Journal*, Vol.14 No.41.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol.76 No.2, pp. 323-329.
- Jensen, M.C., dan W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol: 3: 305-360.
- Kadir, A., 2010, Analisis Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder, *JAAI Volume 6 No.2*, Desember 2002.
- Kamel, I.T., 2016, Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Non-Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015, *Skripsi*, Universitas Surabaya.

- Kowalewski, O., Stetsyuk. I., dan Talavera, O., 2007, Corporate Governance and Dividend Policy in Poland, *German Institut for Economic Research*.
- Lee, C.F., Lee, A.C., dan Lee, J., 2010, Investment, dividend, financing, and production policies: Theory and Implications”, in Lee, C.F., Lee, A.C., dan Lee, J., (Eds), *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, Springer-Verlag, New York, NY, pp. 23-40
- Marpaung, E.I., dan B. Hadianto, 2009, Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi* Vol.1 Mei 2009: 70-84.
- Megginson, W.L., 1997, Corporate Finance Theory, Addison Wesley Longman.
- Mehrani, S., Moradi, M., dan Eskandar, H., 2011, Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran, *African Journal of Business Management*, Vol. 5 No 17, pp.7516-7525.
- Miller, M.h., dan F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share, *Journal of Business*, Vol.34: 411-433.
- Murhadi, W.R., 2008, Studi Kebijakan Dividen: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham, *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.10 No.1:1-7.
- Pujiastuti, Triani, 2008, Biaya Agensi Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Go Public di Indonesia, *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.12 No 2.
- Putri, I.F., dan Nasir, M., 2006, Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan, *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang*, Padang, 23-26 Agustus, 2006.
- Ramli, N.M., 2010, Ownersip Structure and Dividend Policy: Evidence From Malaysian Companies, *International Review of Business Research Papers*, Vol.16 No 1, pp.249-259.
- Riyanto, B., 1989, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, Edisi ke 13, Penerbit Gadjah Mada Yogyakarta 1989.
- Ross, S., *et al.*, 2005, *Corporate Finance*, Seventh Edition, Mc Graw Hill, Singapore.
- Rozeff, M.S., 1982, Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, Vol. 5 No.3, pp. 249-259.

- Sartono, A., 2009, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi 4, Yogyakarta:BPFE
- Sartono, A., 2001, *Manajemen Keuangan, Teori dan Aplikasi*, Edisi keempat, Yogyakarta: BPFE.
- Setiawan, Rahmat, 2009, Pengaruh Growth Opportunity dan Ukuran Perusahaan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Industri Manufaktur di Indonesia, *Majalah Ekonomi*, Vol. 19 No 2, pp.163-172.
- Suwaldiman, dan A. Aziz., 2006, Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen, *SINERGI* Vol. 8 No 1, Januari 2006.
- Tanzania, L.A., 2010, Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen, *Skripsi*, Universitas Surabaya.
- 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.
- Wai, Wong Ying dan Yang Zhu, 2013, The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong, *Dissertation*, Hong Kong Baptist University.
- White, Halbert., dan Xun, Lu., 2010, Robustness Checks and Robustness Tests in Applied Economics, University of California, San Diego.
- Yarram, S.R., dan B. Dollery, 2015, Corporate Governance and Financial Policies Influence of Board Characteristics on the Dividend Policy of Australian Firms, *Managerial Finance*, Vol. 41 Iss 3 pp.267-285.
- Yarram, S.R., 2015, Corporate Governance Ratings and the Dividend Payout Decisions of Australian Corporate Firms, *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 11 Iss 2 pp.162-178.
- Yusof, Y., dan S. Ismail, 2016, Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia, *Review of International Business and Strategy*, Vol. 26 Iss 1 pp 88-99.

www.digilib.ubaya.ac.id/ diakses pada tanggal 16 Agustus 2017

www.elib.ubaya.ac.id diakses pada tanggal 16 Agustus 2017

www.wernermurhadi.wordpress.com diakses pada tanggal 16 Agustus 2017

www.idx.co.id diakses pada tanggal 16 Agustus 2017

www.finace.yahoo.com diakses pada tanggal 16 Agustus 2017