

FAKTOR – FAKTOR PENENTU KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA INDUSTRI NON KEUANGAN DI INDONESIA DAN AUSTRALIA

Marry Kristin¹, Farah Margaretha Leon², Yosephina Endang Purba^{3*}

^{1,2,3}Universitas Trisakti

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh Arus Kas Bebas, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Peluang Pertumbuhan, Hutang Keuangan, dan Likuiditas terhadap Rasio Pembayaran Dividen. Unit analisis yang diteliti adalah industri non-keuangan di Indonesia dan Australia dengan periode penelitian tahun 2015 - 2018. Sampel terbatas terdiri dari 22 industri di Australia dan 38 industri di Indonesia. Data di olah menggunakan Eviews 9. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan: Arus Kas Bebas berpengaruh positif secara signifikan terhadap Rasio Pembayaran Dividen di Indonesia akan tetapi berpengaruh negatif di Australia, Ukuran Perusahaan tidak berpengaruh terhadap Rasio Pembayaran Dividen di Indonesia akan tetapi berpengaruh negatif secara signifikan di Australia, Profitabilitas berpengaruh positif secara signifikan terhadap Rasio Pembayaran Dividen, Peluang Pertumbuhan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap Rasio Pembayaran Dividen, Hutang Keuangan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap Rasio Pembayaran Dividen, Likuiditas berpengaruh positif secara signifikan terhadap Rasio Pembayaran Dividen. Implikasi dari penelitian ini bagi manajer keuangan dalam menentukan pembayaran dividen dan investor dalam berinvestasi di Indonesia perlu memperhatikan variabel arus kas bebas, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan dan likuiditas. Sedangkan bagi manajer keuangan dan investor di Australia perlu memperhatikan variabel arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan dan likuiditas.

Kata Kunci: arus kas bebas, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan, likuiditas, rasio pembayaran dividen.

I. PENDAHULUAN

Memaksimalkan keuangan adalah bagian target manajemen keuangan (Margaretha, 2016). Dalam memaksimalkan kekayaan pemilik industri diperlukan kebijakan dividen. Sering kali pengelola keuangan sulit melakukan kebijakan dividen karena harus memilih antara membagi dividen atau menahan laba, dimana laba tersebut akan diinvestasi lagi untuk menambah kemajuan industri.

Teori sinyal, teori pecking order, teori siklus kehidupan dan teori biaya agensi adalah empat teori umum yang telah dikembangkan untuk menjelaskan perubahan dalam kebijakan dividen. Berdasarkan teori ini, sejumlah besar studi juga telah meneliti faktor – faktor penentu baik langsung dan tidak yang mempengaruhi pada keputusan pembayaran dividen. Faktor penentu yang paling umum adalah arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, hutang keuangan,

*Corresponding author: yosephina@trisakti.ac.id



peluang pertumbuhan dan likuiditas (Le, Nguyen and Tran, 2019).

Teori sinyal dividen merupakan teori kebijakan dividen dimana pembagian dividen adalah tanda kepada penanam modal mengenai prospek masa depan industrinya (Sihombing, 2018). Teori ini mendukung pendapat Modigliani dan Miller seperti yang terdapat pada Brigham and Houston (2019) menyatakan bahwa peningkatan nilai dividen yang dibayarkan oleh industri merupakan tanda kepada penanam modal dimana pengelola industri memproyeksikan industrinya akan memperoleh keuntungan yang menarik di masa mendatang. Sebaliknya, pengurangan jumlah dividen yang dibayarkan merupakan sinyal dimana pengelola industri memproyeksikan perolehan keuntungan industri tidak terlalu baik pada mendatang.

Teori biaya agensi yang disempurnakan oleh Jensen dan Meckling seperti dinyatakan Almeida, Pareira and Tavares (2015) bahwa pemilik saham dan pengelola mempunyai kepentingannya sendiri atas industri. Perbedaan kepentingan tersebut dapat menimbulkan konflik antara kedua pihak tersebut. Menurut Margaretha (2016) diperlukan cara dalam menyelesaikan masalah agency ini dengan meningkatkan pengawasan akan tindakan manajemen. Agar masalah ini dapat ditangani dengan lebih baik, dewan direksi industri dapat menyewa jasa auditor yang bisa menemukan kelebihan pengeluaran dari manajemen yang mengakibatkan berkurangnya value industri.

Penelitian ini meneruskan penelitian dari Le et al. (2019) yang menguji tujuh faktor penentu kebijakan pembayaran dividen yaitu faktor arus kas bebas, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, hutang keuangan, profitabilitas, likuiditas dan aturan hukum pada pasar negara berkembang di negara ASEAN. Ketiga negara perwakilan yang terpilih pada penelitian tersebut adalah

Indonesia, Thailand dan Malaysia. Namun variabel rule of law tidak dimasukkan untuk diuji karena bukan kebaruan pada penelitian di Indonesia. Perbedaan dan kebaruan penelitian ini menggunakan industri non-keuangan negara di Indonesia dan Australia. Penelitian ini memilih negara Indonesia dan Australia karena ingin mengetahui faktor penentu kebijakan dividen pada negeri perekonomian maju dan berkembang wilayah Asia-Pasifik. Dengan demikian, penelitian berjudul “Faktor – Faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen Industri Non Keuangan di Indonesia dan Australia”.

II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

Keputusan mengenai kebijakan dividen meliputi pilihan antara menggunakan laba bersih setelah pajak sebagai dividen untuk pesaham atau reinvestasi laba sebagai laba ditahan. Selain itu, keputusan mengenai kapan dan jumlah pembagian keuntungan kepada pesaham sebagai dividen merupakan lingkup dari kebijakan dividen. (Sihombing, 2018).

Arus kas bebas dapat menggambarkan kondisi keuangan industri. Menurut (Istiningtyas, 2013). Arus kas bebas adalah sisa arus kas yang tersedia setelah melakukan proyek yang menghasilkan NPV positif saat dikurangi biaya modal. Arus kas bebas yang tinggi pada suatu industri cenderung digunakan secara berlebihan pada pihak manajemen sehingga berpengaruh terhadap pembagian dividen yang kemungkinan semakin sedikit. Kepentingan tersebut mengakibatkan perbedaan kepentingan dengan pemegang saham sehingga menimbulkan agency cost. Gitman (2011) juga menyatakan arus kas bebas adalah aliran kas industri yang didistribusikan kepada investor akan tetapi arus kas bebas yang berlebih membuat manajer membuang-buang dana daripada harus diberikan kepada



investor. Berbeda dengan yang diungkapkan Mollah (2011) berdasarkan teori agensi industri yang memiliki arus kas bebas tinggi akan membayarkan dividen yang tinggi juga yang dikarenakan adanya tekanan dari pesaham untuk membagikan dividen. Pesaham meyakini bahwa membagikan dividen mempunyai nilai lebih tinggi dan resiko rendah dibanding pendapatan modal. Investor lebih menyukai dividen karena uang tunai ditangan lebih bernilai daripada bentuk kekayaan lain (Suartawan dan Yasa, 2017).

Ukuran perusahaan juga dapat mempengaruhi keputusan pembayaran dividen industri. Industri kategori besar biasanya mempunyai skala tinggi dari pola kepemilikan saham institusional dan jalan masuk yang tidak sulit ke capital market yang mengarahkan industri untuk membayarkan jumlah dividen yang lebih tinggi dengan alasan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan lebih sulit untuk mengawasi industri yang memiliki agency problem tinggi antara manajer dan principal, sehingga untuk mengurangnya industri besar perlu membayarkan dividen yang lebih lagi (Labhane and Das, 2015).

Menurut, Kasmir (2018) profitabilitas adalah efektivitas industri untuk mendapatkan keuntungan. Rasio profitabilitas digunakan untuk menghitung tingkat keuntungan industri. Rasio profitabilitas juga menunjukkan tingkat efektivitas pengelolaan suatu industri. Faktor yang menjadi acuan dalam pembagian dividen adalah laba industri. Laba tersebut dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Apabila makin tinggi tingkat keuntungan yang diperoleh industri akan berpengaruh terhadap pembagian dividen ke pemilik saham. Rasio Pertumbuhan mengukur ditingkat mana industri dapat tumbuh. Tingkat pertumbuhan industri akan meningkat jika pendanaan eksternal

digunakan dan sebaliknya pertumbuhan akan menurun bila hanya mengandalkan sumber dana internal (Sihombing, 2018). Hal ini serupa dengan pecking order theory dimana industri dapat memutuskan antara membagi dividen atau menahan laba. Industri cenderung akan memilih menahan laba daripada membagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sehingga industri dengan tingkat peluang pertumbuhan tinggi akan berdampak pada berkurangnya rasio pembayaran dividen.

Hutang keuangan adalah faktor yang sangat diperhatikan investor ataupun kreditur untuk mengetahui sejauh mana efektivitas industri dapat membayar kembali dana yang sudah ditaruh dalam industri sehingga hutang keuangan juga merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan dividen.

Likuiditas digunakan guna melihat efektivitas industri pada saat membayar dan melunasi kewajiban ketika jatuh tempo (Kasmir, 2018). Menurut, Sihombing (2018) rasio likuiditas merupakan rasio efektivitas industri untuk melunasi hutang dalam waktu singkat dan mencerminkan efektivitas keuangan industri dalam waktu singkat. Rasio ini menghitung besarnya aset lancar relatif terhadap hutang lancar. Oleh karena itu, likuiditas juga termasuk faktor penting menetapkan aturan pembayaran dividen.

Menurut, Mollah (2011) free cash flow mempunyai hubungan dengan dividen tunai karena industri dengan arus kas bebas yang banyak akan lebih membagikan dividennya. Selain itu, ukuran perusahaan yang dinyatakan Mehta (2012) bahwa ukuran perusahaan memengaruhi keputusan pembayaran dividen suatu industri.

Le et al. (2019) pada penelitiannya menemukan bahwa beberapa industri yang terlihat menjaga rasio pembayaran dividen yang stabil bahkan saat mengalami kerugian



dalam net income, industri akan menghindari pengurangan dividen supaya melindungi reputasi industrinya. Sedangkan, Khan and Ahmad (2017) pada penelitiannya menyatakan bahwa untuk membiayai pertumbuhan yang diharapkan, suatu industri perlu menahan laba dari pada membagikannya secara keseluruhan. Berbeda dengan penelitian Baker (2015) yang menemukan dimana industri yang matang dan kemampuan tumbuh kecil condong membagikan dividen yang lebih besar.

Menurut Tahir and Mushtaq (2016) Penanam modal yang lebih memilih keuntungan modal dibanding dividen saat ini harus berinvestasi di industri yang tumbuh dengan hutang keuangan yang tinggi dan kepemilikan pemerintah yang tinggi. Sejalan dengan penelitian Patra, Poshakwaleb and Ow-Yong (2012) yang menemukan industri kurang likuid lebih memilih membagikan dividen lebih sedikit sebab tidak mempunyai uang tunai.

Rata - rata dividen di setiap negara juga sangat berbeda. Rasio pembayaran yang lebih tinggi di beberapa negara dapat disebabkan oleh tarif pajak yang lebih rendah atas laba yang dibagikan sebagai dividen tunai secara relatif terhadap tingkat bunga yang berlaku atas laba yang diinvestasikan kembali (Brigham and Houston, 2019).

Pada pengamatan ini variabel independen yang diteliti yaitu arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan, dan likuiditas. Berdasarkan ulasan yang terkait, studi ini merumuskan hipotesis tentang pengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen dari enam faktor penentu.

Arus Kas Bebas

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Le et al. (2019) menunjukkan adanya korelasi positif dan signifikansi kecil yang berarti

industri Thailand dengan arus kas bebas besar cenderung membagi dividen lebih. Sejalan dengan penelitian (Mollah, 2011) dimana menemukan arus kas bebas memiliki korelasi dengan dividen tunai karena industri yang arus kas bebasnya banyak akan membagikan dividen yang lebih. Situasi ini disebabkan terdapat dorongan dari pemilik saham untuk membayarkannya sebagai dividen. Industri yang arus kas bebas berkecukupan lebih tepat dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen dalam menjauhi masalah agensi dalam pengertian supaya arus kas bebas yang sedia tidak dialokasikan ke pekerjaan yang membahayakan industri. Oleh sebab itu, modal yang tersedia dapat digunakan untuk kesejahteraan pemilik saham.

Berlawanan dengan Jabbouri (2016) yang menunjukkan adanya korelasi negatif antara kebijakan dividen dengan arus kas bebas sebagai suatu penentu penting aturan pembayaran dividen. Pada internal pembiayaan, arus kas bebas biasanya didahulukan terlebih dahulu ketika industri membutuhkan modal untuk proyeknya (Le., et al. 2019). Dengan kata lain di pasar negara berkembang ASEAN, industri mungkin tidak menyukai menyimpan modal yang berpotensi daripada membayar dividen dalam meningkatkan jumlah arus kas bebas. Berlandaskan uraian tersebut, rumusan hipotesis

H₁: Arus kas bebas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan bisa diukur memakai total aset, sales, atau modal pada industri. Suatu acuan yang membuktikan besar kecilnya industri yaitu besaran aset. Di bawah teori siklus hidup, dividend payout mempunyai korelasi positif dengan ukuran perusahaan karena aliran uang tunai industri

besar dan mapan berasal dari pendapatan industri bukan dari kontribusi investor meskipun industri yang berkategori masih kecil dan baru berbeda dengan ini. Teori ini sejalan Labhane (2017) yang menemukan ukuran perusahaan memengaruhi keputusan pembayaran dividen suatu industri. Sebabnya yaitu bahwa industri besar memiliki proporsi yang tinggi dari pola kepemilikan saham institusional dan akses mudah ke pasar modal yang meningkatkan kemungkinan industri besar untuk membayar dividen. Alasan lain adalah bahwa industri besar lebih sulit untuk memantau dan memiliki masalah keagenan yang tinggi sehingga untuk mengecilkan masalah agensi, industri besar cenderung membayar dividen. Pernyataan ini juga serupa dengan yang diungkapkan Imran (2011) yang menunjukkan bahwa bertambah besarnya pendapatan dan ukuran perusahaan bersama foreign ownership, maka industri akan membagikan dividen yang lebih besar dan tetap pada pemenuhan pembagian sesuai dengan penerimaan dan ukuran perusahaan. Serupa dengan pengamatan Jabbouri (2016) yang menemukan ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen di tingkat signifikansi 1%. Beberapa penelitian terdahulu seperti yang dilakukan Khan and Ahmad (2017) juga menunjukkan dimana terdapat pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka rumusan hipotesis adalah sebagai berikut:

H₂: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Profitabilitas

Banyak penelitian memperkuat bahwa profitabilitas adalah suatu elemen utama bagi manajer dalam memutuskan kebijakan dividen. Baker and Jabbouri (2017)

menemukan adanya hubungan positif ini konsisten dengan signaling theory bahwa dividen memberikan sinyal tentang prospek masa depan industri ketika penghasilan saat ini diketahui. Profitabilitas yang positif menciptakan arus kas lebih untuk industri. Oleh sebab itu, pemegang saham mengharapkan manajer industri untuk membayar dividen yang lebih guna memaksimalkan kekayaan industri sebagai pengurangan biaya agensi. Le, et al. (2019) pada penelitiannya menemukan pembayaran dividen akan semakin besar apabila tingkat peluang pertumbuhan industri semakin tinggi. Penemuannya konsisten dengan teori signaling karena industri cenderung memberikan sinyal tentang prospek masa depan perusahaannya. Salah satunya adalah bahwa sejumlah besar industri masih membayar dividen meskipun sedang mengalami capital loss dengan alasan bahwa manajer industri memiliki insentif untuk memenuhi investornya dan melindungi reputasi industri supaya tetap utuh. Patra et al.,(2012) dan Jabbouri (2016) dalam penelitiannya juga menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dan dividen pembayaran pada negara-negara maju dan negara berkembang lainnya. Berlandaskan uraian ini, rumusan hipotesis yang dibentuk :
H₃: Profitabilitas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Peluang Pertumbuhan

Faktor growth opportunity terhadap kebijakan pembayaran dividen berpengaruh negatif (Le et al. 2019). Industri cenderung untuk membagikan lebih dividen pada saat industri lebih matang dan kemampuan tumbuh sedikit. Industri dengan kemampuan tumbuh lebih baik cenderung membagikan dividen lebih sedikit, karena dapat digunakan sebagai modal internal untuk membiayai

proyek berpotensi. Beberapa riset empiris, menemukan peluang pertumbuhan mempunyai hubungan signifikan dan negatif dengan kebijakan dividen (Patra et al., 2012); (Jabbouri, 2016). Temuan ini juga sesuai dengan Khan and Ahmad (2017) dan Tahir and Mushtaq (2016) yang menemukan bahwa terdapat pengaruh negative antara peluang pertumbuhan terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan uraian diatas, hipotesis yang dibentuk:

H4: Peluang pertumbuhan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Hutang Keuangan

Tahir and Mushtaq (2016) pada penelitiannya membuktikan hutang keuangan terhadap rasio pembayaran dividen pengaruh negatif dan signifikan. Menurut Jabbouri (2016) terdapat tiga penjelasan utama adanya hubungan negatif hutang keuangan dengan rasio pembayaran dividen. Pertama, industri dengan hutang tinggi menyukai mengurangi dividennya dengan bebas atau akan ditekan kreditor. Dividen yang dikurangi tersebut berupa uang kas dapat digunakan membayar hutang. Kedua, industri dengan hutang yang tinggi meningkatkan resiko dan biaya pendanaan eksternal, sehingga industri lebih tergantung kepada retained earnings. Ketiga peran utama hutang yakni menertibkan pengelolaan dan mengurangi informasi asimetris juga masalah. Dengan demikian, tingkat utang yang tinggi dapat mengurangi kebutuhan akan sinyal tunai berharga yang tertanam dalam dividend payout. Konsisten dengan yang diteliti Le et al. (2019) mengungkapkan hubungan negatif signifikan terhadap perubahan dividen. Hasil penelitiannya tepat karena tidak ada industri yang ingin menderita karena tekanan keuangan di masa depan yang menyebabkan industri harus mengurangi dividen untuk

memenuhi biaya utang. Sesuai yang diteliti Labhane and Das (2015) dan Khan and Ashraf (2014) yang menemukan adanya pengaruh hutang keuangan terhadap rasio pembayaran dividen. Berlandaskan uraian diatas, hipotesis yang dibentuk:

H5: Hutang keuangan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Likuiditas

Industri dalam membayarkan dividen membutuhkan kesediaan dana yaitu kas pada industri. Industri dengan likuiditas baik hendaknya dapat membagi dividen tinggi dibandingkan industri yang bermasalah likuiditasnya. Rehman and Takumi (2012) dan Khan and Ahmad (2017) menunjukkan likuiditas terhadap rasio pembayaran dividen memiliki pengaruh positif. Maldajian and Khoury (2014) pada penelitiannya juga menemukan adanya pengaruh positif likuiditas terhadap rasio pembayaran dividen. Berdasarkan uraian diatas, hipotesis yang dibentuk:

H6: Likuiditas memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

III. METODE PENELITIAN

Bagian berikut menguraikan data dan metodologi yang digunakan dalam penelitian. Penelitian menyajikan data pada industry non keuangan di Indonesia dan Australia dan kemudian membahas secara rinci data yang digunakan dalam regresi data panel. Bagian berikutnya secara singkat menunjukkan metodologi yang digunakan untuk mengukur faktor-faktor penentu kebijakan pembayaran dividen. Tabel 1 menunjukkan identifikasi dan pengukuran variabel.

Data

Penelitian ini difokuskan pada pembayaran dividen dan faktor lain yang berpengaruh



terhadap kebijakan dividen industri non keuangan pada pasar saham Indonesia dan Australia pada periode 2015 - 2018. Data sampel yang dikumpulkan dari 38 industri non-keuangan di Indonesia 2015-2018 (total 152 observasi) dan 22 industri non-keuangan di Australia periode 2015-2018 (total 88 observasi) dari data Bloomberg. Semua data tahunan dan diperoleh dalam mata uang masing-masing negara. Dalam rangka meningkatkan keandalan data dalam sampel

akhir, pembatasan berikut yang dikenakan pada industri yang dipilih: Industri terbuka dan terdaftar di pasar saham di Australia dan Indonesia sebelum tahun 2015, Industri rutin membayar dividen secara berkala pada periode 2015 – 2018, Industri yang tidak termasuk industri delisting. Studi ini mengumpulkan data peluang pertumbuhan dan rasio pembayaran dividen setiap industri pada periode 2015-2018 dari Bloomberg.

Tabel 1. Identifikasi dan Pengukuran Variabel

| Variabel | Alat Ukur |
|--------------------------|--|
| Rasio Pembayaran Dividen | Data diambil dari Bloomberg |
| Arus Kas Bebas | Rasio arus kas bebas (free cash flow / total aktiva) |
| Peluang Pertumbuhan | Rasio pertumbuhan yang berkelanjutan diperkirakan oleh Bloomberg |
| Ukuran Perusahaan | ukuran perusahaan (logaritma natural dari total aset) |
| Hutang Keuangan | Rasio leverage keuangan (total liabilitas / total aset) |
| Profitabilitas | Net income / total equity |
| Likuiditas | Rasio lancar (aktiva lancar / kewajiban lancar) |

Sumber: Le. et al (2019)

Tabel 2. Statistik Deskriptif Indonesia

| Variabel | Sampel | Rata-rata | Standar Deviasi | Minimum | Maksimum |
|----------------------|--------|-----------|-----------------|-----------|----------|
| DPR | 38 | 43.97493 | 31.38600 | 1.943800 | 186.2192 |
| FCF | 38 | 0.042943 | 0.120852 | -0.412606 | 0.474075 |
| SIZE (jutaan rupiah) | 38 | 15.36180 | 1.490849 | 11.80397 | 18.05103 |
| PROFIT | 38 | 0.191430 | 0.305009 | -0.202136 | 2.244585 |
| GROWTH | 38 | 7.429511 | 8.526222 | -64.89400 | 28.40090 |
| FLEV | 38 | 0.420346 | 0.203510 | 0.070740 | 0.840339 |
| LIQ | 38 | 2.701614 | 2.318993 | 0.266708 | 15.16460 |

Sumber: Data diolah Eviews 9

Tabel 2 Variabel *dividend payout ratio* yang diprosikan dengan DPR dengan jumlah observasi sebanyak 152 menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 1.943800 sementara nilai tertinggi sebesar 186.2192, nilai rata-

rata sebesar 43.97493 dan nilai standar deviasi sebesar 31.38600. Sedangkan hasil untuk FCF menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar -0.412606 sementara nilai tertinggi sebesar -0.412606, nilai rata-rata sebesar



0.042943 dan nilai standar deviasi sebesar 0.120852. Untuk hasil untuk SIZE menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 11.80397 sementara nilai tertinggi sebesar 18.05103, nilai rata-rata sebesar 15.36180 dan nilai standar deviasi sebesar 1.490849. Untuk hasil untuk PROFIT menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar -0.202136 sementara nilai tertinggi sebesar 2.244585, nilai rata-rata sebesar 0.191430 dan nilai standar deviasi sebesar 0.305009. Untuk hasil GROWTH menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar -64.89400 sementara nilai tertinggi

sebesar 28.40090, nilai rata-rata sebesar 7.429511 dan nilai standar deviasi sebesar 8.526222. Untuk hasil untuk FLEV menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 0.070740 sementara nilai tertinggi sebesar 0.840339, nilai rata-rata sebesar 0.420346 dan nilai standar deviasi sebesar 0.203510. Untuk hasil untuk LIQ menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 0.266708 sementara nilai tertinggi sebesar 15.16460, nilai rata-rata sebesar 2.701614 dan nilai standar deviasi sebesar 2.318993.

Tabel 3. Statistik Deskriptif Industri Non Keuangan di Australia

| Variabel | Sampel | Rata-rata | Standar Deviasi | Minimum | Maksimum |
|-------------------|--------|-----------|-----------------|-----------|----------|
| DPR | 22 | 63.30130 | 25.44450 | 6.274300 | 142.7469 |
| FCF | 22 | 0.041853 | 0.081196 | -0.226047 | 0.236802 |
| SIZE (ribuan AUD) | 22 | 7.486713 | 2.602568 | 5.211653 | 17.75039 |
| PROFIT | 22 | 0.132360 | 0.153713 | -0.547976 | 0.553776 |
| GROWTH | 22 | 5.832835 | 6.811086 | -6.101800 | 33.77090 |
| FLEV | 22 | 0.456140 | 0.148012 | 0.144616 | 0.813608 |
| LIQ | 22 | 1.272907 | 0.918248 | 0.222702 | 4.135499 |

Sumber: Data diolah Eviews 9

Tabel 3 Variabel *dividend payout ratio* yang diprosikan dengan DPR dengan jumlah observasi sebanyak 152 menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 1.943800 sementara nilai tertinggi sebesar 186.2192, nilai rata-rata sebesar 43.97493 dan nilai standar deviasi sebesar 31.38600. Sedangkan hasil untuk FCF menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar -0.412606 sementara nilai tertinggi sebesar -0.412606, nilai rata-rata sebesar 0.042943 dan nilai standar deviasi sebesar 0.120852. Untuk hasil untuk SIZE menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 11.80397 sementara nilai tertinggi sebesar 18.05103, nilai rata-rata sebesar 15.36180 dan nilai standar deviasi sebesar 1.490849. Untuk hasil untuk PROFIT menunjukkan

bahwa nilai terendah sebesar -0.202136 sementara nilai tertinggi sebesar 2.244585, nilai rata-rata sebesar 0.191430 dan nilai standar deviasi sebesar 0.305009. Untuk hasil GROWTH menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar -64.89400 sementara nilai tertinggi sebesar 28.40090, nilai rata-rata sebesar 7.429511 dan nilai standar deviasi sebesar 8.526222. Untuk hasil untuk FLEV menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 0.070740 sementara nilai tertinggi sebesar 0.840339, nilai rata-rata sebesar 0.420346 dan nilai standar deviasi sebesar 0.203510. Untuk hasil untuk LIQ menunjukkan bahwa nilai terendah sebesar 0.266708 sementara nilai tertinggi sebesar 15.16460, nilai rata-



rata sebesar 2.701614 dan nilai standar deviasi sebesar 2.318993.

Pengukuran Variabel

Pemilihan variabel tersebut dipengaruhi oleh literatur empiris yang ada dan data diperoleh dari laporan tahunan industri. Variabel dependen diukur dengan *Dividend Payout Ratio*. Pengukuran variabel dependen tersebut menggunakan data yang diambil dari Bloomberg. Untuk membuat penelitian lebih dalam dan lebih jelas, enam variabel independen yang dipilih untuk menguji apakah ada pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap *Dividend Payout Ratio*. Ada enam variabel independen dalam model penelitian ini termasuk arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan dan likuiditas.

Model Regresi Data Panel

Pertama, penelitian ini menguji model pada data setiap negara. Berdasarkan hasil dari model ini di masing-masing negara, penelitian ini menilai pengaruh dari masing-masing faktor pada rasio pembayaran dividen dan dibandingkan perbedaan hasilnya untuk setiap negara. Model penelitian terdiri dengan variabel dependen (*dividend payout ratio*) dan enam variabel independen ditetapkan sebagai berikut di model:

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_1 FCF_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 PROFIT_{i,t} + \beta_4 GROWTH_{i,t} + \beta_5 FLEV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Dimana DPR $_{i,t}$ adalah variabel dependen yang adalah Dividend Payout Ratio pada perusahaan i pada akhir tahun t , FCF, SIZE, PROFIT, GROWTH, FLEV, LIQ variabel independen, yang meliputi arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang

pertumbuhan, hutang keuangan, likuiditas; α adalah konstanta dan $\epsilon_{i,t}$ adalah istilah kesalahan dalam model penelitian.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Empiris

Seperti disebutkan di atas, penelitian ini menggunakan model penelitian untuk menguji pengaruh antara rasio pembayaran dividen dan faktor penentu lainnya pada industri non keuangan di Indonesia dan Australia periode 2015 – 2018.

Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen di Indonesia dan Australia

Untuk menyelidiki faktor-faktor penentu yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dan Australia, regresi yang dihasilkan antara *Dividend Payout Ratio* dan arus kas bebas, ukuran perusahaan, profitabilitas, peluang pertumbuhan, hutang keuangan, likuiditas. tabel 3 menunjukkan estimasi empiris model penelitian hasil uji regresi.

Diskusi

Sebagai hasil tes empiris menunjukkan, setiap penentu kebijakan dividen payout di pasar negara maju dan berkembang yaitu Indonesia dan Australia memberikan penjelasan untuk karakteristik industri dan kerangka teoritis dibahas pada bagian sebelumnya.

Arus Kas Bebas

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel arus kas bebas yg diprosikan dengan FCF berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen, yang berarti industri non keuangan di Indonesia yang ingin membayarkan dividen

yang besar harus memiliki arus kas bebas besar. Penelitian Mollah (2011) menunjukkan bahwa FCF berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen yang artinya industri yang memiliki arus kas bebas yang banyak akan membagikan dividen yang lebih karena adanya dorongan dari pemilik saham untuk membayarkan dividen dalam menjauhi masalah agensi dan supaya arus kas bebas tidak dialokasikan ke proyek yang membahayakan industri. Oleh sebab itu, modal yang tersedia dapat digunakan untuk kesejahteraan pemilik saham.

Berbeda dengan hasil penelitian pada industri non keuangan di Australia yang

ditemukan adanya pengaruh negatif antara FCF dengan rasio pembayaran dividen. Penelitian ini sejalan dengan Jabbouri (2016) yang mengungkapkan adanya korelasi negatif antara kebijakan dividen dengan arus kas bebas sebagai suatu penentu penting kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan semakin tinggi arus kas bebas maka semakin kecil dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham yang berarti industri non keuangan di Australia lebih menyukai mengalokasikan arus kas bebas untuk modal proyek investasi industrinya daripada membayarkan dividen.

Tabel 4. Hasil Estimasi Model Industri Non Keuangan di Indonesia dan Australia

| Variabel | Model Industri Indonesia | | | Model Industri Australia | | |
|---------------------|--------------------------|---------|----------------------|--------------------------|---------|----------------------|
| | Koefisien | P-value | Simpulan | Koefisien | P-value | Simpulan |
| Arus Kas Bebas | 2.049728 | 0.0244 | Ada pengaruh positif | -19.22034 | 0.0000 | Ada pengaruh negatif |
| Ukuran Perusahaan | -0.559352 | 0.0768 | Tidak ada pengaruh | -7.474534 | 0.0000 | Ada pengaruh negatif |
| Profitabilitas | 4.327981 | 0.0001 | Ada pengaruh positif | 20.92098 | 0.0001 | Ada pengaruh positif |
| Peluang Pertumbuhan | -1.220906 | 0.0000 | Ada pengaruh negatif | -2.309250 | 0.0000 | Ada pengaruh negatif |
| Hutang Keuangan | -4.783413 | 0.0038 | Ada pengaruh negatif | -22.71363 | 0.0250 | Ada pengaruh negatif |
| Likuiditas | 0.537577 | 0.0000 | Ada pengaruh positif | 5.256432 | 0.0000 | Ada pengaruh positif |

Sumber: Data diolah Eviews 9

Ukuran Perusahaan

Dengan nilai p-value sebesar $0.0768 > 0.05$ maka tidak terbukti bahwa ada pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen antar industri non keuangan di

Indonesia. Berbeda dengan hasil pengolahan model industri non keuangan di Australia yg memperoleh nilai p-value sebesar $0.0000 < 0.05$ maka terbukti bahwa ada pengaruh negatif ($\beta = -7.474534$) terhadap



pembayaran dividen pada industri non keuangan di Australia. Artinya bertambah besarnya ukuran perusahaan akan menurunkan pembayaran dividen pada industri non keuangan di Australia dan sebaliknya bertambah kecilnya ukuran perusahaan akan meningkatkan pembayaran dividen pada industri non keuangan di Australia. Hasil penelitian pada industri non keuangan di Indonesia dan Australia diatas bertentangan dengan penelitian sebelumnya Labhane (2017) yang menemukan pengaruh positif ukuran perusahaan terhadap keputusan pembayaran dividen suatu industri.

Profitabilitas

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas yg diproksikan dengan PROFIT berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang berarti industri non keuangan di Indonesia dan Australia. Hasil ini sejalan dengan penelitian Baker and Jabbouri (2017) menemukan adanya hubungan positif profitabilitas dengan pembayaran dividen yang konsisten dengan *signaling theory*. Profitabilitas yang positif menciptakan arus kas lebih untuk industri. Oleh sebab itu, pemegang saham mengharapkan manajer industri untuk membayar dividen yang lebih guna memaksimalkan kekayaan industri sebagai pengurangan biaya agensi. Le, et al. (2019) pada penelitiannya menemukan pembayaran dividen akan semakin besar apabila tingkat peluang pertumbuhan industri semakin tinggi. Sejumlah besar industri membayar dividen saat capital loss dengan menggunakan insentif untuk memenuhi investornya dan melindungi reputasi industri supaya tetap utuh. Patra et al.,(2012) dan Jabbouri (2016) dalam penelitiannya juga menunjukkan hubungan positif antara profitabilitas dengan dividen pembayaran

pada negara-negara maju dan negara berkembang lainnya.

Peluang Pertumbuhan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel peluang pertumbuhan yg diproksikan dengan GROWTH berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang berarti industri non keuangan di Indonesia dan Australia. Hasil ini didukung penelitian Le et al. (2019) yang menemukan pengaruh negatif faktor peluang pertumbuhan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Industri lebih memilih untuk membagikan lebih dividen pada saat industri lebih matang dan sedikitnya peluang pertumbuhan. Industri dengan peluang pertumbuhan lebih baik cenderung membagikan dividen lebih sedikit, karena dapat digunakan sebagai modal internal untuk membiayai proyek berpotensi. Hasil ini juga serupa dengan penelitian lain yang mengemukakan pengaruh signifikan dan negatif dengan kebijakan dividen Patra et al., (2012) dan Jabbouri, (2016). Selain itu Khan and Ahmad (2017) dan Tahir and Mushtaq (2016) yang menemukan peluang pertumbuhan terhadap rasio pembayaran dividen memiliki pengaruh negatif.

Hutang Keuangan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel hutang keuangan yg diproksikan dengan FLEV berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang berarti industri non keuangan di Indonesia dan Australia. Hasil ini didukung oleh penelitian Tahir and Mushtaq (2016) yang membuktikan hutang keuangan terhadap rasio pembayaran dividen berpengaruh negatif dan signifikan. Begitu juga sesuai dengan penelitian Le et al. (2019) yang menyatakan bahwa tidak ada industri yang ingin menderita karena tekanan keuangan di masa depan oleh sebab itu industri harus mengurangi dividen untuk

memenuhi biaya utang. Hasil ini juga sesuai penelitian sebelumnya Labhane and Das (2015) dan Khan and Ashraf (2014) yang menemukan adanya pengaruh hutang keuangan terhadap rasio pembayaran dividen.

Likuiditas

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel likuiditas yg diprosikan dengan LIQ berpengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen yang berarti industri non keuangan di Indonesia dan Australia. Hasil ini didukung oleh penelitian Rehman and Takumi (2012) dan Khan and Ahmad (2017) menunjukkan likuiditas terhadap rasio pembayaran dividen memiliki pengaruh positif. Hasil ini juga sejalan dengan Maldajian and Khoury (2014) pada penelitiannya juga menemukan adanya pengaruh positif likuiditas terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi likuiditas industri maka akan semakin tinggi tingkat pembayaran dividen kepada pemegang saham.

V. KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui faktor-faktor penentu kebijakan pembayaran dividen di pasar negara maju dan berkembang dengan menganalisis sampel dari 240 industri non keuangan di Indonesia dan Australia selama periode 2015 - 2018. Kami menggunakan regresi data panel dengan metode Panel EGLS (Cross-section weights) untuk memperkirakan pengaruh antara pembayaran dividen dan enam variabel peubah termasuk arus kas bebas, peluang pertumbuhan, ukuran perusahaan, hutang keuangan, profitabilitas, dan likuiditas. Dari hasil analisis dan pembahasan variabel arus kas bebas dengan rasio pembayaran dividen menunjukkan bahwa industri non keuangan

di Indonesia yang memiliki arus kas bebas yang banyak akan membayarkan dividen yang lebih kepada pemegang saham. Hal ini ditujukan untuk menghindari penggunaan arus kas bebas terhadap proyek – proyek yang tidak menguntungkan industri non keuangan di Indonesia.

Berbeda dengan industri non keuangan di Australia dimana penggunaan arus kas bebas akan didahulukan pada saat industri membutuhkan modal untuk menjalankan proyeknya. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen di Indonesia. Sedangkan di Australia, ukuran perusahaan memiliki pengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa industri non keuangan di Australia yang berkategori besar kemungkinan membayar dividen lebih kecil bisa diduga karena periode penelitian tahun 2015 – 2018 terjadi krisis yang berdampak pada kinerja industri dimana industri perusahaan besar mengalami beban yang berat dan harus mengurangi proporsi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Profitabilitas berpengaruh positif secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa di Indonesia dan Australia tingginya tingkat keuntungan yang dimiliki industri non keuangan akan berdampak pada pembayaran dividen yang tinggi karena hal ini juga merupakan sinyal kepada pemegang saham bahwa industri dalam kondisi baik dan meramalkan kondisi baik di masa mendatang. Peluang pertumbuhan negatif berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa di Indonesia dan Australia industri non keuangan dengan peluang pertumbuhan yang tinggi cenderung membagikan dividen lebih sedikit karena modal akan digunakan untuk membiayai proyek berpotensi yang akan



menghasilkan keuntungan untuk industri. Hutang keuangan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

Hal ini menunjukkan bahwa di Indonesia dan Australia industri non keuangan yang memiliki proporsi tingkat hutang keuangan yang tinggi akan menyebabkan kemampuan industri untuk membayar dividen semakin rendah. Hal ini disebabkan adanya peningkatan hutang maka akan menimbulkan biaya bunga atas hutang tersebut dimana kewajiban membayar bunga dan hutang harus diprioritaskan sehingga mempengaruhi pembayaran dividen bagi pemegang saham.

Likuiditas berpengaruh positif secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa di Indonesia dan Australia industri non

keuangan yang memiliki likuiditas yang tinggi akan menyebabkan kemampuan industri dalam membayarkan dividen juga semakin tinggi. Hal ini disebabkan likuiditas yang tinggi yang diukur dengan current ratio menunjukkan industri mampu dalam mendanai operasional industri dan kewajiban jangka pendeknya sehingga industri juga mampu dalam membagikan dividen bagi pemegang saham. Seiring dengan temuan ini, studi ini memiliki implikasi teoritis dan praktis yang signifikan. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan variabel penelitian lain seperti risiko bisnis dan pajak distribusi sesuai dengan penelitian yang disarankan oleh Labhane (2017) sehingga dapat diketahui faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen.

VI. REFERENSI

- Almeida, Luis A.G., Pereira, Elizabeth T., dan Tavares Fernando O. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from Portugal. *Review of Business Management*. Vol17, pp. 701-719. http://www.scielo.br/pdf/rbgn/v17n54/en_1806-4892-rbgn-17-54-00701.pdf
- Baker, H. K. (2015). Dividend policy in India: new survey evidence. February. <https://doi.org/10.1108/MF-01-2014-0024>
- Baker, H. K., & Jabbouri, I. (2017). How Moroccan institutional investors view dividend policy. *Managerial Finance*, 43(12), 1332–1347. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2017-0215>
- Brigham, Eugene F. and Houston, Joul F.. (2019). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan 2 Edisi 14* Jakarta: Salemba Empat
- Gitman L. J. and Zutter, C. J. (2011). *Principles of Managerial Finance 13th Edition*. Boston : Pearson
- Imran, K. (2011). Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 14(41), 47–60.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>

- Kasmir. (2018). Analisis Laporan Keuangan. Cetakan Kedelapan. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Labhane, N. B. (2017). Disappearing and Reappearing Dividends in Emerging Markets: Evidence from Indian Companies. *Journal of Asia-Pacific Business*, 18(1), 46–80. <https://doi.org/10.1080/10599231.2017.1272996>
- Labhane, N. B., & Das, R. C. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Indian Companies. *Business and Economic Research*, 5(2), 217. <https://doi.org/10.5296/ber.v5i2.8154>
- Le, T. T. H., Nguyen, X. H., & Tran, M. D. (2019). Determinants of dividend payout policy in emerging markets: Evidence from the ASEAN region. *Asian Economic and Financial Review*, 9(4), 531–546. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2019.94.531.546>
- Maldajian, C., & El Khoury, R. (2014). Determinants of the Dividend Policy: An Empirical Study on the Lebanese Listed Banks. *International Journal of Economics and Finance*, 6(4). <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n4p240>
- Margaretha, F. (2016). Cetakan ke-4. Manajemen Keuangan untuk Manajer Non Keuangan, Penerbit Erlangga, Jakarta, Indonesia; ISBN 978-979-099-330-3; 160 hal.
- Mehta, A. (2012). An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy - Evidence from the UAE Companies. *Global Review of Accounting and Finance*, 3(1), 18–31.
- Mollah, S. (2011). Do emerging market firms follow different dividend policies?: Empirical investigation on the pre-and post-reform dividend policy and behaviour of Dhaka Stock Exchange listed firms. *Studies in Economics and Finance*, 28(2), 118–135. <https://doi.org/10.1108/10867371111137120>
- Patra, T., Poshakwale, S. and Ow-Yong, K. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13): 1079-1087. Available at: <https://doi.org/10.1080/09603107.2011.639734>.
- Rehman, A. (2012). *Journal of Contemporary Issues in Business Research*. 1(1), 20–27.
- Sihombing, P. (2018). Corporate Financial Management. Bogor: IPB Press.
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2017). Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 63. <https://doi.org/10.24843/jiab.2016.v11.i02.p01>
- Tahir, M., & Mushtaq, M. (2016). Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 3(4), 25–37. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2016.vol3.no4.25>