

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMENGARUHI DEVIDEN *PAYOUT* DI BURSA EFEK INDONESIA

THE DETERMINANT OF DIVIDEND PAYOUT IN THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

Meiharriko^{*1}, Noer Azam Achسانی^{**}, Moch. Hadi Santoso^{**})

*PT Freeport Indonesia

Office Building 3 - 2nd Floor MP72, Tembagapura, Papua 99967, Indonesia

**Sekolah Bisnis, IPB University

Jl. Raya Padjajaran 16151 Bogor, Indonesia

Abstract: *The Dividend policy is an important information that investors shall know before investing in a stock market. In this study, an analysis of dividend policy is carried out involving the variables lagged dividend, profitability, growth, liquidity, debt, company size, ownership of BUMN and changes in the leadership towards the dividend payout ratio (DPR). The intention of this research are to analyze the variables that affect the DPR in Indonesia Stock Exchange (IDX), in each industrial sector and impact of changes in leadership on the dividend payout ratio within period 2010–2019. The purposive sampling method is applied in data preparation and there are 231 companies paid dividends during the periods. Dynamic panel data regression is practically applied in analysing data to get the conclusion of this research. The results find variables lagged dividend and profitability are significant and positively correlating on the period 2010–2019. Result in each industrial sector find variable lagged dividend is significant in almost in all industrial sectors. Variable of the lagged dividend is also significant for both periods of the leadership but profitability and growth only significant in the period of 2015 - 2019. Meanwhile, changes in leadership does not has impact towards dividend payout ratio in Indonesia. This research provides additional empirical evidence that explains the dividend policy in Indonesia is following the dividend smoothing theory*

Keywords: *DPR, IDX, industry, lagged dividend, profitability*

Abstrak: Kebijakan deviden merupakan salah satu informasi penting yang seharusnya diketahui oleh investor sebelum melakukan investasi portofolio saham dipasar modal. Dalam penelitian ini dilakukan analisis kebijakan deviden di BEI yang melibatkan variabel deviden tahun sebelum, profitabilitas, tingkat pertumbuhan, likuiditas, utang, ukuran perusahaan dan kepemilikan BUMN serta perubahan kepemimpinan terhadap *dividen payout ratio* (DPR) untuk periode 2010–2019. Tujuan penelitan ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap DPR di Bursa Efek Indonesia (BEI), masing-masing sektor industri dan pengaruh perubahan kepemimpinan periode tersebut terhadap DPR. Metode *purposive sampling* digunakan dalam pengumpulan data dan terdapat 231 perusahaan yang pernah membayar deviden selama periode ini. Regresi panel data secara praktis digunakan untuk menganalisis data untuk mendapatkan kesimpulan dari penelitian ini. Hasil regresi menemukan variabel deviden tahun sebelum dan profitabilitas berpengaruh signifikan dengan arah positif. Hasil analisis masing-masing sektor industri menemukan deviden tahun sebelum berpengaruh signifikan hampir disemua sektor industri. Namun demikian, perubahan kepemimpinan di Indonesia tidak berpengaruh terhadap DPR. Secara rinci faktor yang berpengaruh terhadap DPR pada kedua periode kepemimpinan adalah *dividen payout ratio* tahun sebelum namun variabel profitabilitas dan *growth* hanya signifikan pada periode kepemimpinan 2015–2019. Penelitian ini memberikan tambahan bukti empiris bahwa kebijakan deviden di Indonesia mengikuti *dividend smoothing theory*.

Kata kunci: BEI , DPR, utang, industri, profitabilitas

¹ Corresponding author:
Email: meiharriko@gmail.com

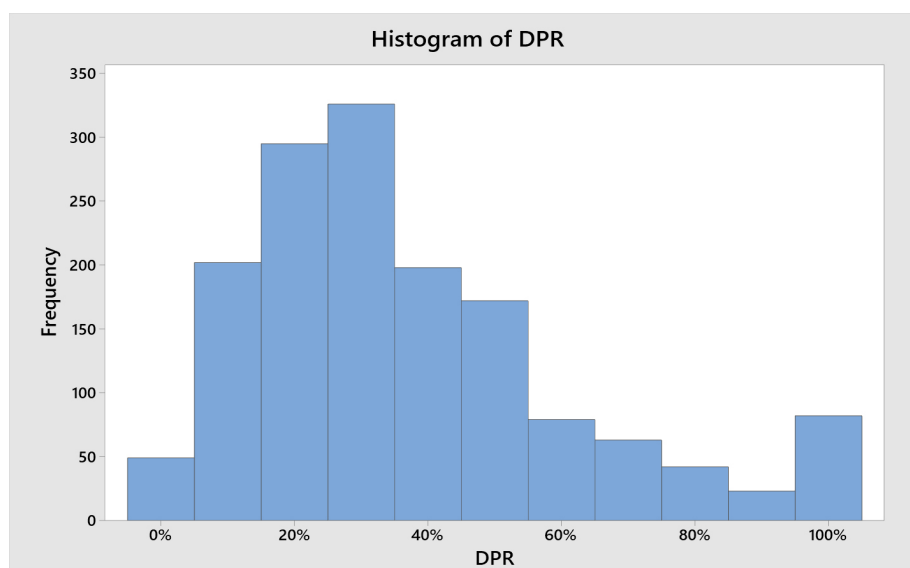
PENDAHULUAN

Investasi adalah suatu tindakan melepaskan dana saat ini yang dilakukan oleh investor dengan harapan menambah kekayaannya. Dalam berinvestasi investor memiliki 2 tujuan yaitu mendapatkan deviden dan atau *capital gain* dari investasinya. Deviden adalah sebuah pembayaran yang dilakukan perusahaan kepada pemegang saham yang berasal dari pendapatan atau *earning* dalam bentuk kas atau saham. Deviden merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham disamping *capital gain* (Janifairus, 2013). Deviden merupakan sisa laba bersih dari perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan rapat umum pemegang saham (RUPS).

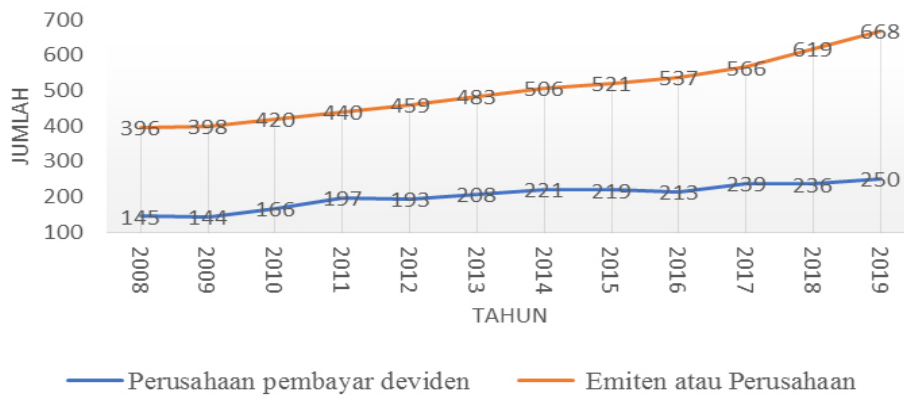
Kebijakan deviden adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (*retain earning*) yang diputuskan melalui rapat umum pemegang saham (RUPS). Perusahaan sebagai sebuah badan usaha yang mengumpulkan dana dari investor tidak diwajibkan membagikan deviden setiap tahun. Demikian juga tidak ada ketentuan pasti jumlah keuntungan yang bisa dibagikan. Pembagian deviden untuk Bursa Efek Indonesia (BEI) diatur dalam UU No. 40 tahun 2007 (UUPT). UUPT menyebutkan bahwa seluruh laba bersih dari perusahaan dikurangi penyisihan untuk cadangan dapat dibagikan sebagai deviden kecuali ditentukan lain dalam RUPS. Dividen hanya boleh dibagikan apabila perseroan mempunyai saldo laba yang positif. Namun dalam undang – undang ini tidak mengatur proporsi pembayaran deviden.

Kebijakan deviden suatu perusahaan tergambar dari deviden *payout ratio* (DPR) yang diumumkan oleh perusahaan. Namun, jika dilihat pada Gambar 1 terkait distribusi deviden *payout ratio* perusahaan periode 2010 –2019 di BEI, nilai deviden *payout ratio* sangat bervariasi antara 5%–100%. Secara umum perusahaan membayar 10%–50% dan hanya 20% dari populasi yang membayarkan deviden *payout ratio* (DPR) lebih dari 60%. Disisi lain pada Gambar 2, dari tahun 2010–2019 juga terjadi kesenjangan atau *gap* dari jumlah perusahaan yang listing terhadap perusahaan yang merealisasikan deviden. Data diatas menjadi latar belakang bahwa terdapat faktor-faktor yang memengaruhi kesenjangan yang terjadi dalam pembayaran deviden di BEI. Hal ini bisa disebabkan oleh pemegang saham ingin membiayai investasinya dengan cara menahan laba. Namun demikian pemegang saham juga sangat menghargai deviden rutin meskipun deviden dikenakan pajak yang cukup besar.

Dalam pasar yang tidak sempurna, konsep informasi asimetris mengasumsikan bahwa pihak internal perusahaan lebih tahu tentang masa depan perusahaan daripada investor yang merupakan pihak luar perusahaan. Sehingga kebijakan deviden bisa menjadi salah satu sinyal untuk investor terkait kondisi perusahaan. *Bird in the hand theory* oleh Gordon (1959) bahwa ditengah ketidaksimetrisan informasi, investor jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari deviden daripada uang yang diharapkan dari kenaikan nilai modal. Kepastian deviden yang didapat saat ini akan mengurangi resiko dari investasi yang sudah dilakukan investor.



Gambar 1. Histogram distribusi deviden *payout ratio* perusahaan yang membayar deviden di BEI 2010 – 2019



Gambar 2. Jumlah perusahaan pembagi deviden dan emiten atau perusahaan di BEI 2008 – 2019

Dalam literatur model teoritis dan empiris oleh peneliti sebelumnya untuk menjelaskan perilaku deviden perusahaan dilakukan Lintner (1956) dengan deviden *smoothing* hipotesis. Berdasarkan model tersebut, pembayaran deviden sangat dipengaruhi oleh keuntungan perusahaan saat ini, deviden yang dibayarkan tahun sebelumnya, target deviden *payout ratio* dan tingkat pembayaran deviden *payout ratio* tahun ini terhadap target. Sehubungan dengan hasil penelitian ini dikemukakan bahwa pembayaran deviden tahun sebelumnya menjadi faktor utama penentuan besaran deviden tahun berjalan. Menejer sangat tidak suka menurunkan besaran deviden dan hanya akan melakukan pengurangan deviden jika secara langsung keputusan tersebut berdampak buruk terhadap keuangan perusahaan.

Beberapa penelitian terdahulu seperti Bostanci *et al.* 2018 di Bursa turki yang memperlihatkan *lag* DPR, profitabilitas, *market value*, *size* dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap DPR; Le *et al.* 2019 di Asean meliputi Indonesia, Malaysia dan Thailand memperlihatkan profitabilitas berpengaruh positif dan *growth* berpengaruh negatif terhadap DPR. Penelitian deviden *payout* di Indonesia oleh Purwanto dan Elen (2017) untuk sektor industri properti yang memperlihatkan profitabilitas perusahaan signifikan terhadap DPR. Ingrit *et al.* 2017 melakukan penelitian disektor pertambangan yang menemukan CR, utang, profitabilitas, suku bunga kredit dan indeks pertambangan berpengaruh signifikan. Penelitian Jatmiko *et al.* 2016 pada LQ45 yang menemukan *insider ownership* berpengaruh signifikan. Sehubungan dengan variabel perubahan kepemimpinan menurut Keller (1995), elite politik adalah individu atau kelompok yang memiliki pengaruh dalam proses pengambilan keputusan politik maupun pemerintahan. Perubahan kepemimpinan terhadap deviden *payout*

sudah diteliti oleh (Echchabi dan Azouzi 2016) ketika terjadi revolusi Jasmine di Tunisia dan hasil penelitian ini memperlihatkan perubahan kepemimpinan tidak signifikan terhadap DPR. Namun beberapa penelitian juga tidak memperlihatkan hubungan yang sama dengan teori – teori yang ada sebelumnya.

Dari berbagai variabel dalam literatur maka ada beberapa faktor yang mungkin berpotensi memengaruhi kebijakan pembayaran deviden di BEI. Independen variabel tersebut berdasarkan teori dan studi literatur yang telah dilakukan. Seperti yang sudah dijabarkan dalam studi empiris maka faktor yang akan diteliti yaitu *Lag* DPR, Profitabilitas (ROA), *Growth*, Likuiditas, Utang, *Size* (ukuran perusahaan) dan perubahan kepemimpinan. Semua variabel yang dianalisis akan menjawab tujuan penelitian berikut ini yaitu untuk menganalisis variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan deviden dari tahun 2010 – 2019, kebijakan deviden masing masing sektor industri dan pengaruh perubahan kepemimpinan terhadap deviden *payout ratio* di bursa efek Indonesia. Studi ini juga ingin mengeksplorasi deviden *smoothing* hipotesis yang memengaruhi kebijakan deviden di BEI.

METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang terdiri dari data deviden *payout ratio* dan laporan tahunan dari perusahaan di Bursa Efek Indonesia. Keseluruhan data yang diamati diperoleh dari www.idx.co.id berupa data laporan dividend tahunan, laporan tahunan perusahaan (*annual report*) untuk periode 2010 sampai 2019. Data diunduh pada bulan November 2020 dan dilanjutkan dengan pengumpulan variabel yang akan dianalisis berdasarkan *annual report* perusahaan sampai January 2021. Data yang digunakan

dalam penelitian ini adalah data-data perusahaan yang pernah membayar deviden minimum satu kali dan memiliki laporan tahunan yang lengkap selama periode penelitian. Berdasarkan kriteria tersebut terdapat 231 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dianalisis.

Teknik analisis data menggunakan data panel yang menggabungkan data time series dan cross section. Data panel dapat menghasilkan informasi yang lengkap dengan tingkat variabilitas yang tinggi, mengurangi kolinearitas antar variabel, lebih banyak derajat kebebasan dan lebih efisien. Persamaan regresi panel berbeda membentuk deret waktu reguler atau regresi cross section dengan subskrip ganda yang dilampirkan pada setiap variabel. Dalam analisis regresi data panel pada penelitian ini hanya regresi panel data dinamis menggunakan pendekatan *System Generalized Method of Moments* (Blundell dan Bond 1998). Pendekatan ini digunakan mengingat adanya *lag* dari dependen variabel yaitu *lag* DPR. Menurut Baltagi (2005), ketika suatu persamaan mengandung *lag* dari variabel terikat maka akan muncul masalah berupa korelasi antara variabel $y_{i,t-1}$ sehingga panel statis seperti *OLS*, *fixed effect* dan *random effect* pada menjadi bias dan *inkonsisten*.

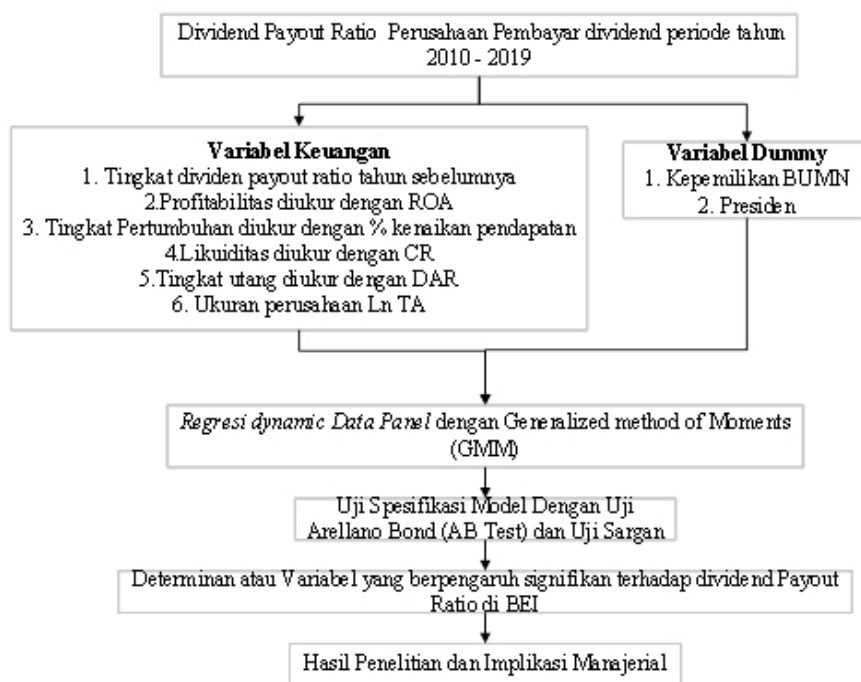
Alur penelitian seperti Gambar 3, dilakukan dengan pengumpulan data perusahaan pembagi deviden minimum 1 kali. Variabel-variabel keuangan didapat

dari laporan tahunan digunakan dan ditambahkan 2 *dummy* variabel yaitu kepemilikan BUMN dan Presiden. Model persamaan diregresi dengan metoda *sys - GMM* untuk mendapatkan faktor yang berpengaruh. Hasil regresi kemudian dijabarkan dalam hasil penelitian untuk menjawab tujuan dan implikasi manajerial.

Dalam melakukan sebuah regresi dan analisis terkait faktor - faktor yang berpengaruh pada penelitian. Selanjutnya dibangun sebuah model persamaan yang memperlihatkan hubungan antara dependen variabel dan independen variabel. Model persamaan tersebut dirumuskan:

$$DPR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DPR_{i,t-1} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 CRatio_{i,t} + \beta_5 DEBT_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BUMN_{i,t} + \beta_8 Presiden_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan: i (1, 2, 3, . . . , N); t (1, 2, 3, . . . , T); $DPR_{i,t}$ (Deviden *Payout Ratio* tahun berjalan); $DPR_{i,t-1}$ (Deviden *Payout Ratio* tahun sebelumnya); ROA (Profitabilitas); $GROWTH$ (Earning *Growth*); $CRatio$ (Likuiditas); $DEBT$ (*Debt to asset ratio* (DAR)); $SIZE$ (Ukuran dari perusahaan); $BUMN$ (Kepemilikan perusahaan dengan *dummy*, $BUMN = 1$, Lainnya : 0); $Presiden$ (Perubahan kepemimpinan dengan *dummy*, 2015–2019 = 1, 2010–2014: 0).



Gambar 3. Kerangka pemikiran penelitian

Pengembangan Hipotesis

Dividen adalah pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham. Pemegang saham berhak mendapatkan bagian yang proporsional dari saham yang dimiliki. Pemegang saham dalam kelas tertentu akan menerima dividen yang sama (Harrison *et al.* 2011). Pembagian keuntungan ini dapat berupa uang tunai sebagai dividen tunai, atau dalam bentuk aset lain perusahaan atau saham.

Menejer sangat tidak suka menurunkan besaran dividen dan hanya akan melakukan pengurangan dividen jika secara langsung keputusan tersebut berdampak buruk terhadap keuangan perusahaan. Penurunan dividen akan menjadi sinyal buruk kepada investor dan munculnya ketidakpuasan dari *shareholder*. Lintner (1956) menemukan dividend tahun berpengaruh signifikan terhadap dividen tahun berjalan. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan (Bostancy *et al.* 2018, Shafai *et al.* 2019 dan Ali *et al.* 2019) dimana *lag* dividend memperlihatkan pengaruh signifikan dan positif terhadap DPR. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: *Lag dividend* berpengaruh positif terhadap DPR

Dividen merupakan laba yang didistribusikan oleh perusahaan kepada investor. Profitabilitas merupakan faktor yang sangat penting dalam pembayaran dividen. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan membayar dividen lebih besar (Le *et al.* 2019; Cristea dan Cristea, 2017; Jeong, 2011; Purwanto dan Elen, 2017). Namun ada kecenderungan perusahaan menahan laba sehingga meskipun profit tinggi membayar dividen lebih kecil (Farooq dan ElBannan, 2016) karena perusahaan memiliki kecenderungan untuk menahan laba perusahaan. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR

Tingkat pertumbuhan perusahaan atau *growth* merupakan salah satu faktor yang memengaruhi dividend payout ratio. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan sehingga perusahaan lebih senang untuk menahan labanya. Namun *growth* juga berpeluang untuk meningkatkan laba perusahaan dengan naiknya pendapatan dan *cash flow*. *Growth* berpengaruh negatif terhadap DPR (Kumar dan Sujit, 2018). Sebaliknya penelitian Shafai *et al.* (2019) dan (Farooq and ElBannan 2016) menemukan *growth* berpengaruh positif. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: *Growth* berpengaruh positif terhadap DPR

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Semakin bagus likuiditas perusahaan maka perusahaan tersebut akan mampu membayar kewajiban jangka pendek termasuk juga dividen. Hal ini sejalan dengan penelitian Ingrit *et al.* 2017 dan Neves *et al.* 2020 bahwa likuiditas memiliki hubungan yang positif terhadap DPR. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: Likuiditas berpengaruh positif terhadap DPR

Perusahaan yang memiliki utang sedikit akan lebih mampu untuk membayarkan dividen kepada *shareholdernya* daripada perusahaan yang memiliki hutang banyak. Disisi lain naiknya utang akan membuat perusahaan untuk mengecilkan atau tidak membayar dividen karena tuntutan manajemen dan serta kreditor. Hal ini sesuai dengan penelitian Singhanian dan Gupta 2012, Yusof dan Ismail 2014 dimana utang memiliki hubungan yang negatif terhadap DPR. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: Utang berpengaruh negatif terhadap DPR

Perusahaan besar akan lebih mudah untuk mendapatkan akses pemodal eksternal dibandingkan perusahaan kecil. Kemudahan akses ini diartikan sebagai kemampuan untuk mendapatkan pemodal di pasar modal. Hal ini menyebabkan perusahaan besar akan membayarkan dividen yang lebih besar kepada investor. Hal ini sesuai dengan penelitian Lestari 2012, Bostancy *et al.* 2018 dan Yousaf *et al.* 2019 dimana *size* perusahaan berkorelasi positif terhadap DPR. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: *Size* berpengaruh positif terhadap DPR

Kepemilikan saham mayoritas perusahaan memiliki peranan penting dalam keputusan besaran dividen yang dibayarkan. Pemilik mayoritas akan memiliki hak voting yang lebih besar dibandingkan pemilik saham minoritas. Hal ini sesuai dengan penelitian Rohov *et al.* 2018 dan Jatmiko *et al.* 2019 dimana kepemilikan perusahaan berpengaruh positif terhadap DPR. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: Kepemilikan BUMN berpengaruh positif terhadap DPR

Perubahan kepemimpinan negara akan menghadirkan elit pemerintahan atau elit politik baru Keller (1995). Perubahan ini bisa mengubah kebijakan yang sudah berlaku selama ini. Namun, penelitian Echchabi

dan Azouzi 2016 menemukan bahwa perubahan kepemimpinan tidak berpengaruh terhadap deviden *payout ratio* (DPR) di bursa Tunisia. Sehingga hipotesis diformulasikan:

H1: Perubahan kepemimpinan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR

HASIL

Statistik Deskriptif

Populasi data yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 2310 data laporan tahunan perusahaan dari 231 perusahaan yang membayar deviden di Bursa Efek Indonesia untuk periode deviden 2010 sampai 2019. Gambar 4 memperlihatkan rata – rata deviden perusahaan adalah 25%. Berdasarkan sektor industry, pembagi DPR terbesar adalah sektor *consumer and good* (CG) dengan rata -rata 39%. DPR Perusahaan BUMN rata – rata 32% sedangkan perusahaan non BUMN dengan DPR 23%.

Hubungan Antara Variabel

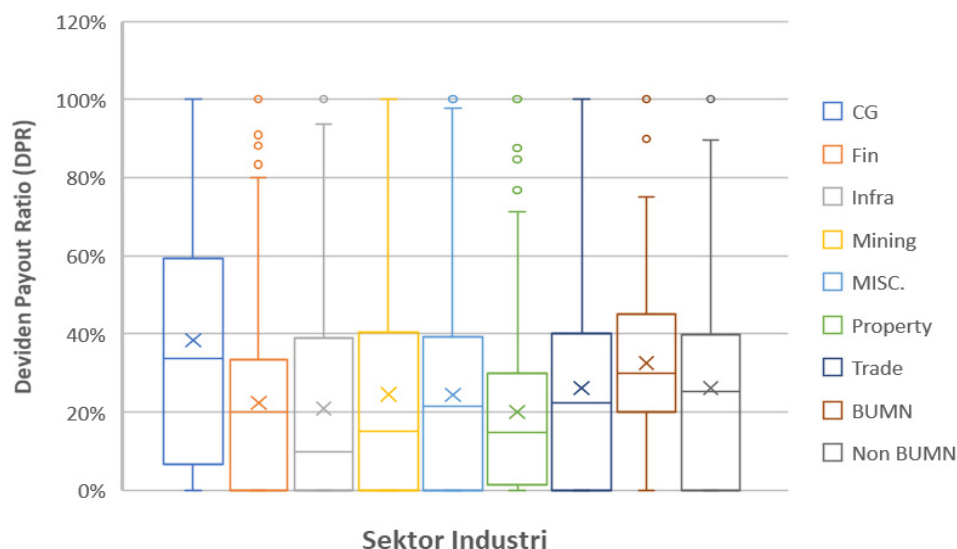
Analisis plot hubungan antar variabel dilakukan sebelum menganalisis hubungan antar dependen dan independen variable. Berdasarkan plot hubungan variabel pada Tabel 1 ditemukan bahwa hubungan antara variabel *Lag DPR*, *ROA* dan *Size* adalah positif terhadap *DPR*, *Growth* dan *Cratio* dan Utang memiliki hubungan negatif terhadap *DPR*. Matrik korelasi antar variabel, koefisien korelasi antara variabel cukup rendah. Hal ini

ditunjukkan bahwa korelasi maksimum terjadi antara variabel *DPR* dan variabel *lag DPR* dengan nilai 0,65.

Faktor-faktor yang memengaruhi DPR periode 2010 – 2019

Tabel 2 merupakan hasil dari regresi panel data dinamis menggunakan *two step system GMM*. *Wald test* digunakan untuk menjelaskan pengaruh semua dependen variable terhadap independen variable, uji sargan menguji validasi dari variable dan *AB test* diaplikasikan untuk mendeteksi adanya *autokorelasi* pada model. Metode panel dinamis dengan pendekatan *Sys-GMM* memperlihatkan hasil yang memenuhi kriteria model terbaik secara statistik yaitu konsisten, validitas instrumen dan tidak bias. Nilai *Wald* statistik yang signifikan memperlihatkan bahwa semua independent variabel secara bersama – sama bisa menjelaskan dependen variabel.

Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m1 dengan probabilitas sebesar 0,000 signifikan pada taraf 5%. Sedangkan Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m2 dengan probabilitas sebesar 0,420 tidak signifikan. Kriteria kesempurnaan model dinamis dilihat dari estimasi sargan dengan nilai probabilitas 0,087 tidak signifikan pada taraf nyata lima persen. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak ada korelasi antar *residual* dan *over-identifying restrictions* dan dikatakan tidak ada masalah validitas instrumen. Berdasarkan hasil diatas maka disimpulkan bahwa model dinamis ini tidak bias.



Gambar 4. Hasil wishker plot deviden payout ratio data 2010 – 2019 untuk setiap sektor industri, kepemilikan BUMN dan Non BUMN

Tabel 1. Matriks korelasi antara variabel

Variabel	DPR	DPRt-1	ROA	Growth	Cratio	Utang	Size	BUMN
DPR	1,00							
Lag DPR	0,65	1,00						
ROA	0,26	0,19	1,00					
Growth	-0,03	-0,04	0,00	1,00				
Cratio	-0,02	-0,03	0,03	-0,04	1,00			
Utang	-0,12	-0,11	-0,20	0,06	-0,35	1,00		
Size	0,12	0,12	0,04	0,02	-0,20	0,31	1,00	
BUMN	0,09	0,09	0,02	-0,01	-0,05	0,10	0,03	1,00

Tabel 2. Hasil two step system GMM dynamic panel regresi data 2010 – 2019

Variabel	Coef.	Z	Prob.
Lag DPR	0,325	10,67	0,000**
ROA	0,083	2,54	0,011**
Growth	0,001	0,79	0,431
Cratio	0,000	0,51	0,611
Size	-0,004	-0,46	0,646
Utang	-0,035	-0,99	0,324
BUMN	-0,159	-0,58	0,565
	<i>Wald-Statistics</i>	P > chi2 = 0.000	chi2(7) = 151.59
	<i>Arellano–Bond test m1</i>	P > z = 0.000	z = 7.671
	<i>Arellano–Bond test m2</i>	P > z = 0.42	z = 0.806
	<i>Sargan test of overid. restrictions</i>	P > chi2 = 0.087	chi2(42) = 54.94

** : significant $\alpha < 5\%$

Hasil regresi pada Tabel 2 memperlihatkan variabel DPR tahun sebelum berpengaruh signifikan pada α kecil dari 5% dengan arah yang positif terhadap deviden *payout ratio*. Dengan kata lain dijelaskan bahwa besarnya deviden *payout ratio* pada tahun berjalan ditentukan oleh besaran deviden *payout ratio* tahun sebelumnya sehingga jika deviden tahun lalu besar maka deviden tahun berjalan yang dibayarkan akan besar. Kesimpulan ini mendukung model Lintner (1956) dan sesuai dengan penelitian (Gupta *et al.* 2008, Bostancy *et al.* 2018, Shafai *et al.* 2019 dan Neves *et al.* 2020).

Variabel lain yang signifikan adalah profitabilitas dari perusahaan direfresentasikan oleh ROA pada tahap $\alpha < 5\%$. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap deviden *payout ratio* (DPR) sesuai dengan yang hipotesis. Hasil ini menggambarkan semakin besar keuntungan perusahaan maka DPR dari perusahaan juga akan besar. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Janifairus *et al.* 2013, Bostancy *et al.* 2018, Gupta *et al.* 2008, Cristea dan Cristea 2017, Le *et al.* 2019, Purwanto dan Elen 2017, Napatipulu dan Djajanti 2021).

Faktor – faktor yang memengaruhi DPR di setiap Sektor Industri

Uji hipotesis ini bertujuan untuk melihat variabel yang berpengaruh signifikan di setiap sektor industri. Tabel 3 memperlihatkan semua variabel signifikan pada $\alpha < 5\%$. Nilai *wald* statistik, signifikan disemua sektor dengan probability 0,000 yang berarti semua independen variabel secara bersama-sama bisa menjelaskan dependen variabel.

Konsistensi oleh Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik m1 signifikan pada $\alpha < 5\%$ sedangkan nilai statistik m2 tidak signifikan pada $\alpha < 5\%$ disemua sektor industri. Pengecualian terjadi pada sektor *consumer good* (CG) dimana m2 tidak signifikan pada $\alpha < 1\%$. Sargan *test* dengan nilai probabilitas tidak signifikan pada taraf nyata lima persen disemua sektor industri menunjukkan tidak ada masalah dengan validitas instrument dan disimpulkan bahwa model dinamis ini tidak bias.

Tabel 3. Hasil *two step system* GMM *dynamic* panel regresi data untuk variable yang berpengaruh signifikan pada setiap sektor industri

Determinan		Agri	BIC	CG	Fin.	Infra.	Min.	Pro.	Trade	Misc.
Lag DPR	Coef.		0,193	0,202	0,326	0,468	0,492		0,187	0,091
ROA	Coef.		0,219		-0,285			-0,822	-0,321	0,058
Growth	Coef.		0,012	0,065	0,011				0,001	0,139
Cratio	Coef.						-0,011		-0,014	
Utang	Coef.	-1,29			-0,239			-0,452		-0,407
Size	Coef.			0,062	-0,23			-0,508		
BUMN	Coef.				0,087					
Cons.	Coef.	0,622	0,298	-0,062	0,512	-0,883	0,320	0,951	0,182	0,436
Prob > Chi2		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
AB Test (Prob.)	m1		0,000	0,002	0,002	0,066	0,022	0,058	0,002	0,029
	m2	0,737	0,685	0,037	0,942	0,796	0,602	0,354	0,619	0,140
Sargan Test (Prob.)		0,141	0,985	0,999	0,605	1,000	1,000	0,998	0,27	1,000

Variabel DPR tahun sebelum (*lag DPR*) berpengaruh signifikan pada $\alpha < 5\%$ dan positif terhadap *dividen payout ratio*. Signifikansi variabel ini pada sektor industri BIC, CG, Finansial, Infrastruktur, Mining, Trade dan MISC namun tidak signifikan pada sektor industri Agrikultur dan Properti. Korelasi yang positif dari DPR tahun sebelum terhadap *dividen payout ratio* menjelaskan bahwa semakin besar rasio pembayaran *dividen* tahun sebelumnya maka ekspektasi *dividen* tahun berjalan juga akan besar. Kesimpulan ini mendukung dengan model Lintner (1956) dan sesuai dengan penelitian (Gupta *et al.* 2008; Bostancy *et al.* 2018; Shafai *et al.* 2019; Yousaf *et al.* 2019; Neves *et al.* 2020).

Profitabilitas perusahaan yang direpresentasikan oleh *return on asset* (ROA) signifikan pada sektor industri BIC, Finansial, Properti, Trade dan MISC. Namun arah korelasi dari variabel profitabilitas terhadap *dividen payout* pada masing – masing sektor industri berbeda – beda. Korelasi positif dari profitabilitas terhadap DPR terlihat pada sektor BIC dan MISC. Artinya semakin naik profitabilitas perusahaan maka rasio pembayaran *dividen* akan semakin naik dari periode sebelumnya. Korelasi positif antara profitabilitas dan DPR sesuai dengan penelitian (Janifairus *et al.* 2013; Bostancy *et al.* 2018; Gupta *et al.* 2008; Cristea dan Cristea, 2017; Le *et al.* 2019; Marlina dan Danica, 2009; Kumar dan Sujit, 2018).

Disisi lain pada sektor Finansial, Properti dan Trade hubungan antara profitabilitas dan *dividen payout ratio* berkorelasi negatif. Dalam hal ini DPR yang diterima oleh investor akan semakin kecil ketika keuntungan

perusahaan semakin besar. Hal ini bisa disebabkan oleh perusahaan yang melakukan *retain earning* atau kebijakan *dividen* perusahaan bersifat tetap sehingga nilai DPR yang didapatkan investor menjadi kecil ketika laba perusahaan naik. Penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu oleh (Tiumra dan Widjaja 2020, Shafai *et al.* 2019).

Variabel *Growth* perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan di 5 sektor industri yaitu BIC, CG, Finansial, Trade dan MISC. pada $\alpha < 5\%$. Pengaruh variabel *growth* terhadap DPR berkorelasi positif disemua sektor industri. Korelasi positif ini menjelaskan ketika *earning growth* perusahaan naik maka *dividen payout ratio* yang dibayarkan oleh perusahaan juga akan meningkat. Hasil ini juga sesuai dengan ekspektasi dimana *growth* yang tumbuh akan menghasilkan keuntungan yang bisa di *sharing* oleh manajemen kepada investor dalam bentuk *dividen*. Penelitian ini sesuai dengan penelitian (Purwanto dan Elen, 2017; Shafai *et al.* 2019).

Variabel likuiditas perusahaan dalam penelitian ini direpresentasikan oleh *current ratio* (CR) yang memperlihatkan kemampuan jangka pendek perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Variabel ini memiliki pengaruh signifikan pada 2 sektor industri yaitu Mining dan Trade pada $\alpha < 5\%$. Hubungan likuiditas terhadap *dividen payout* berkorelasi negatif pada sektor industri tersebut. Hasil regresi ini menjelaskan semakin kecil nilai *current ratio* dari perusahaan maka *dividen payout* yang dibayarkan oleh perusahaan tersebut akan semakin besar. Hasil dari penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan (Deitiana 2013; Rusdiana *et al.* 2016; Cristea dan Cristea, 2017).

Utang merupakan semua kewajiban dari sebuah perusahaan dan dalam penelitian ini variabel utang direpresentasikan oleh *debt to asset ratio* (DAR). Berdasarkan hasil regresi ditemukan bahwa variabel utang berpengaruh signifikan di 4 sektor industry BEI yaitu Agrikultur, Finansial, Properti dan MISC dengan tingkat signifikansi pada $\alpha < 1\%$. Hubungan antara utang dan deviden *payout ratio* memperlihatkan hubungan yang negatif pada 4 sektor industri tersebut. Hasil ini sesuai dengan ekspektasi dimana semakin besar utang perusahaan maka rasio pembayaran deviden oleh perusahaan tersebut akan semakin kecil karena keuntungan yang diperoleh diprioritaskan untuk membayar utang. Dalam hal utang kreditur biasanya memberikan syarat tertentu kepada debitur terkait utangnya hingga syarat tersebut menyangkut jumlah deviden yang dibayarkan kepada investor. Tujuan kreditor ini adalah untuk meminimalkan risiko dari piutangnya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Cristea dan Cristea, 2017; Singhanian dan Gupta, 2012; Yusof dan Ismail, 2014; Kumar dan Sujit, 2018; Shafai *et al.* 2019).

Variabel ukuran perusahaan (*size*) sebagai representasi kemudahan perusahaan dalam mengakses modal. Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 3 ditemukan bahwa variabel *size* berpengaruh signifikan pada 3 sektor industri yakni CG, Finansial dan Properti. Variabel *size* terhadap deviden *payout ratio* memiliki hubungan yang positif pada sektor CG sedangkan negatif pada sektor Finansial dan Properti. Pada sektor CG semakin besar ukuran dari sebuah perusahaan maka akan membayar deviden yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil sedangkan ketika korelasi negatif maka perusahaan dengan *asset* kecil lebih cenderung membayar deviden *payout ratio* yang lebih besar. Korelasi positif variabel *size* terhadap DPR sesuai dengan penelitian (Yusof dan Ismail, 2014; Kumar dan Sujit, 2018; Shafai *et al.* 2019; Yousaf *et al.* 2019) sedangkan variabel *size* yang berkorelasi negatif terhadap DPR sesuai dengan penelitian (Cristea dan Cristea, 2017).

Variabel kepemilikan BUMN memperlihatkan pengaruh signifikan pada $\alpha < 1\%$ terhadap deviden *payout ratio*. Sektor industri yang terpengaruh adalah sektor Finansial dengan kepemilikan BUMN berkorelasi positif terhadap DPR. Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan – perusahaan yang dimiliki oleh BUMN atau Negara membayarkan deviden *payout ratio* lebih besar dibandingkan sektor swasta.

Faktor – Faktor yang berpengaruh pada setiap periode kepemimpinan

Uji regresi menggunakan *sys-GMM* selanjutnya dilakukan untuk melihat pengaruh dari perubahan kepemimpinan dan faktor -faktor yang berpengaruh pada tiap periode kepemimpinan tersebut yaitu 2009 – 2014 dan 2015 – 2019. *Wald* statistik pada Tabel 4 memperlihatkan hasil yang signifikan dengan *probability* 0,000 yang berarti semua independen variabel bisa menjelaskan dependen variabel. Konsistensi estimasi ditunjukkan oleh hasil Arellano-Bond (AB) dengan nilai statistik *m1* signifikan pada $\alpha < 1\%$ sedangkan nilai statistik *m2* tidak signifikan pada $\alpha < 5\%$ disemua sektor industri. Hal tersebut menunjukkan bahwa tidak ada masalah dengan validitas *instrument* dan disimpulkan bahwa model dinamis tidak bias.

Hasil regresi dan uji hipotesis untuk periode kepemimpinan 2010 sampai 2014 menemukan bahwa variabel yang berpengaruh signifikan terhadap DPR adalah variabel DPR tahun sebelum dengan arah positif sedangkan variabel lainnya secara statistik tidak berpengaruh. Hal ini membuktikan bahwa pada periode tersebut pembayaran deviden sangat dipengaruhi oleh deviden tahun lalu dimana semakin besar deviden *payout ratio* yang dibayarkan tahun sebelumnya maka deviden *payout ratio* tahun berjalan akan besar dan perusahaan yang membayar deviden tahun sebelumnya juga akan membayar deviden pada tahun berjalan.

Berdasarkan hasil Tabel 4 maka disimpulkan bahwa pada periode kepemimpinan Indonesia 2010 sampai 2014 mengikuti model Lintner (1956) terkait *deviden smoothing hypothesis* dan sesuai dengan penelitian (Gupta *et al.* 2008; Bostancy *et al.* 2018; Shafai *et al.* 2019; Ali *et al.* 2019; Neves *et al.* 2020). Periode kepemimpinan 2015 sampai 2019 memperlihatkan variabel – variabel yang berpengaruh terhadap DPR di BEI adalah DPR tahun sebelumnya, profitabilitas dan *growth*. Berdasarkan hasil ini terdapat pergeseran determinan kebijakan deviden dimana selain DPR tahun sebelumnya terdapat variabel lain yaitu ROA dan *growth* yang menjadi penentu kebijakan deviden dengan korelasi positif terhadap DPR. Hal ini bisa diartikan perusahaan akan membayarkan deviden berdasarkan DPR tahun sebelum. Namun demikian profitabilitas dan *growth* perusahaan juga berperan penting dalam menentukan besaran DPR tersebut.

Tabel 4. Hasil *two step system* GMM regresi *dynamic* panel data pengaruh perubahan kepemimpinan terhadap DPR.

Determinan	2010 - 2014		2015 - 2019		Dummy Presiden	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Lag DPR	0,312	0,000	0,193	0,017	0,321	0,000
ROA			0,074	0,004	0,074	0,025
Growth			0,022	0,042		
Cratio						
Utang						
Size						
BUMN						
Presiden						
Constant	0,271	0,125	0,33	0,173	0,179	0,049
Wald chi2	33,04		21,64		164,26	
Prob > Chi2	0,000		0,003		0,000	
AB Test	m1	0,000	0,000		0,006	
(Prob.)	m2	0,415	0,899		0,419	
Sargan Test (Prob.)	0,390		0,093		0,088	

Penambahan faktor profitabilitas dan *growth* menjadi penentu besaran DPR membuktikan bahwa kinerja pendapatan perusahaan pada periode 2015 sampai 2019 cukup mengalami peningkatan dan berdampak pada naiknya profitabilitas perusahaan. Hal ini sejalan dengan misi pemerintah dalam pembangunan terutama infrastruktur. Belanja pemerintah ini terbukti diserap oleh sektor usaha dan berpengaruh pada pendapatan dan profitabilitas perusahaan. selain belanja pemerintah, kestabilan nilai tukar juga cukup berpengaruh terhadap *growth* dan profitabilitas perusahaan pada periode tersebut dan hal ini berbeda dengan kondisi 2010 – 2014 dimana nilai tukar rupiah kurang stabil.

Variabel *dummy* presiden sebagai indikator perubahan kepemimpinan tidak berpengaruh signifikan terhadap besaran DPR perusahaan. Hasil ini memperlihatkan bahwa perubahan kepemimpinan tidak berhubungan dengan aktivitas perdagangan dan keberlangsungan investasi portofolio di BEI. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian (Echchabi dan Azouzi, 2016) ketika terjadi revolusi Jasmine di Tunisia.

Implikasi Manejerial

Determinan deviden *payout ratio* di Bursa Efek Indonesia (BEI) dikontrol oleh 2 determinan yang berpengaruh dalam menentukan DPR yakni deviden *payout* tahun sebelumnya dan profitabilitas sedangkan variabel seperti *growth*, utang, *current ratio*, *size* dan kepemilikan BUMN berpengaruh pada sektor – sektor

industri tertentu. Hasil penelitian ini bisa digunakan oleh 3 stakeholder dipasar keuangan yaitu investor, perusahaan dan regulator keuangan yaitu OJK.

Hasil penelitian ini bisa dijadikan investor sebagai referensi dalam untuk berinvestasi dipasar saham. Investor yang ingin menginvestasikan modalnya dalam jangka panjang dan berharap deviden sebaiknya memilih saham – saham yang rutin membayar deviden dan cenderung besar karena tipikal perusahaan dibursa efek Indonesia akan mencoba mempertahankan besaran deviden mengikuti deviden tahun lalu dan hal ini berlaku hampir disemua sektor industri di BEI. Selain itu profitabilitas perusahaan menjadi faktor lainnya yang perlu juga diperhatikan. Perusahaan yang memiliki keuntungan yang tinggi dan bertumbuh akan membayar dividend *payout* yang besar. Meskipun utang secara umum tidak berpengaruh namun investor harus berhati – hati ketika berinvestasi pada sektor *agriculture*, *finance*, *property* dan *MISC*. karena utang berpengaruh negatif terhadap DPR pada sektor tersebut.

Tujuan perusahaan adalah untuk mensejahterakan investor dalam bentuk pembayaran deviden kepada investor. Sehubungan dengan hasil penelitian ini maka perusahaan harus meningkatkan kinerja dan menghasilkan profitabilitas yang tinggi. Semakin tinggi profitabilitas maka investor akan mendapatkan pembayaran deviden yang semakin besar. Efisiensi penggunaan *asset* perusahaan merupakan kunci dalam

peningkatan profitabilitas yang tercermin dari *return on asset* (ROA) yang cukup tinggi pada perusahaan. Hal yang harus dihindari oleh perusahaan adalah meningkatkan utang dari perusahaan karena perusahaan yang memiliki tingkat utang tinggi cenderung membayar deviden rendah.

Hasil penelitian ini bisa menjadi masukan kepada otoritas jasa keuangan (OJK) dalam mengawasi kebijakan deviden yang diimplementasikan oleh perusahaan di BEI. Faktor – faktor yang berpengaruh signifikan dalam penelitian ini bisa dijadikan sebagai bahan audit terkait kelayakan perusahaan untuk membayarkan deviden. Berdasarkan hasil temuan ini profitabilitas sebagai syarat untuk membagikan deviden sudah sesuai dengan undang – undang no. 40 tahun 2007 atau dikenal dengan undang – undang perseroan terbatas (UUPT).

Faktor perubahan kepemimpinan yang terjadi di Indonesia tidak berpengaruh terhadap deviden payout di BEI. Hasil ini mengindikasikan bahwa bursa efek Indonesia (BEI) sangat liberal dalam menjalankan usahanya dan tidak dipengaruhi oleh kepentingan kelompok manapun di Indonesia. Sebaiknya investor melihat ini sebuah peluang untuk melakukan investasi jangka panjang pada perusahaan – perusahaan yang tergabung di BEI dengan ada kepastian hukum dari perundang – undangan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Investor yang ingin melakukan investasi di Bursa Efek Indonesia harus memperhatikan deviden tahun sebelumnya (*lag DPR*) dan Profitabilitas (*ROA*) dari perusahaan karena kedua faktor tersebut berpengaruh positif terhadap pembayaran deviden.

Saran

Perusahaan-perusahaan yang bergabung di BEI juga harus meningkatkan kinerja usahanya untuk mendapatkan profit, karena faktor ini merupakan sinyal bagi investor untuk melakukan investasi diperusahaanya. Penelitian berikutnya bisa dilakukan dengan melihat parameter lain seperti market to book value perusahaan, free cash flow dan parameter lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Blundell R, Bond S. 1998. Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics* 87(1):115-143.
- Bostancı F, Kadioglu E, Sayilgan G. 2018. Determinants of deviden payout decisions: A dynamic panel data analysis of turkish stock market. *International Journal of Financial Studies* 6(4):93-119
- Cristea C, Cristea M. 2017. Determinants of corporate dividend policy: evidence from Romanian listed companies. Di dalam: MATEC Web of Conferences; Romania 26 April 2017. Romania: MATEC 126. hlm 51.
- Deitiana T. 2013. Pengaruh current ratio, return on equity dan total asset turn over terhadap dividend payout ratio dan implikasi pada harga saham perusahaan LQ 45. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 15(1):82-88
- Echchabi A, Azouzi D. 2016. Determinants of dividend payout ratios in Tunisia: Insights in light of the jasmine revolution. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies* 2(1):1-13
- Farooq O, Elbannan M. 2016. Simultaneous determination of stock price synchronicity and dividend payout ratios: Evidence from the MENA region. *Journal of Applied Business Research (JABR)* 32(4):1025-1031.
- Gupta S, Balram D, Vashisht AK. 2013. Examining validity of known dividend models in Indian companies. *International Journal of Management Excellence* 1(2):26-31.
- Gordon MJ. 1959. Devidens, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics* 41(2):99-105.
- Ingrit, Siregar H, Syarifuddin F. 2017. Factors influencing dividend policy on mining companies listed in indonesia stock exchange 2011-2015. *Bisnis & Birokrasi* 24(2):91- 99
- Jatmiko D, Manahov V, Obiosa N. 2016. Investigating the determinants of deviden policy in emerging markets using a combination of exploratory variables. *Investment Management and Financial Innovations* 13(3):8-15.
- Janifairus JB. 2013. Pengaruh return on asset, debt to equity ratio, assets growth, dan cash ratio terhadap dividend payout ratio. *Jurnal Administrasi dan Bisnis Universitas Brawijaya* 1(1):161-169.
- Jeong J. 2011. An investigation of dynamic dividend behavior In Korea. *International Business &*

- Economics Research Journal (IBER)* 10(6):21–32.
- Kumar R, Sujit Ks. 2018. Determinants of dividends among Indian firms – An empirical study. *Cogent Economics & Finance* 6(1):80–95
- Lestari JS. 2012. Determinants of dividend decision: Evidence from the Indonesia stock exchange. *Review of Integrative Business and Economics Research* 1(1):347-355
- Le T, Nguyen X, Tran M. 2019. Determinants of dividend payout policy in emerging markets: evidence from the ASEAN region. *Asian Economic and Financial Review* 9(4):531-546
- Lintner J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46(2):97-113.
- Marlina L, Danica C. 2009. Analisis pengaruh cash position, debt to equity ratio dan return on asset terhadap dividend payout ratio. *Jurnal Manajemen Bisnis* 2(1):1-6.
- Napitupulu BRS, Djajanti A. 2021. The factors affecting dividend policy of manufacturing companies in Indonesia stock exchange. *Jurnal Aplikasi Bisnis dan Manajemen (JABM)* 7(3):592.
- Neves M, Cunha M, Vilas J. 2020. Determinants of dividend in the telecommunications sector. *Review of Business Management* 22(3):669-685
- Purwanto P, Elen M. 2017. Determinants of dividend payout ratio in property companies: Evidence from Indonesia. *International Journal of Economic Perspectives* 11:346- 58
- Rusdiana EK, Arifati R, Andini R. 2016. Pengaruh cash position, firm size, price earning ratio, dan total asset turnover terhadap dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur 2007-2014. *Journal Of Accounting* 1(2):1-13.
- Rohov H, Kolodiziev O, Shulga N, Krupka M, Riabovolyk T. 2020. Factors affecting the dividend policy of non-financial joint-stock companies in Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations* 17(3):40-53
- Shafai A, Anuar N, Kamarudin F, Norhuda R, Ahmad H. 2019. Dynamic panel model of dividend policies: Malaysian perspective. *Contemporary Economics* 13(3):239-252.
- Singhania M, Gupta A. 2012. Determinants of corporate dividend policy: A tobit model approach. *Vision: The Journal of Business Perspective* 16(3):153–162
- Tiurma R, Widjaja I. 2020. Analisis pengaruh current ratio, return on assets, debt equity ratio, dan cash position terhadap dividend payout ratio pada perusahaan manufaktur industri barang konsumsi yang terdaftar di bursa efek Indonesia selama periode 2015-2017. *Jurnal Manajemen Bisnis dan Kewirausahaan* 4(4):168-172.
- Yusof Y, Ismail S. 2016. Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy* 26(1):88-99.
- Yousaf I, Ali S, Hassan A. 2019. Effect of family control on corporate dividend policy of firms in Pakistan. *Financial innovation* 5(1):42-55.