

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Penelitian**

Kebijakan dividen masih menjadi topik yang paling diperdebatkan dalam literatur keuangan. Kebijakan dividen penting karena merupakan keputusan berulang yang dibuat perusahaan yang nantinya akan berpengaruh pada keputusan struktur modal perusahaan. Selain itu kebijakan dividen menyangkut kepentingan banyak pihak. Para investor yang menanamkan dananya dalam bentuk saham, tentunya akan mengharapkan imbal hasil dari perusahaan dalam bentuk *capital gain* dan dividen. Para investor yang memiliki preferensi terhadap dividen akan mengharapkan tingkat pembayaran dividen secara optimal yang disesuaikan dengan tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan. Sedangkan manajer dan pemegang hutang cenderung menginginkan pembayaran dividen yang rendah. Pembayaran dividen yang rendah akan meminimalkan pemakaian dana perusahaan

sehingga manajer dapat lebih hemat dan pelunasan hutang akan lebih terjamin. Dengan demikian, proporsi pembayaran dividen menjadi penting dalam manajemen keuangan perusahaan.

Kebijakan dividen dalam penelitian yang dilakukan oleh Lintner (1956) menerapkan pola kebijakan dividen yang dominan sebab lebih berfokus pada dividen sebelumnya dan profitabilitas perusahaan dalam pengambilan keputusan kebijakan dividen. Hal tersebut mendorong para peneliti mengeksplorasi faktor-faktor lain yang mungkin berpengaruh terhadap pengambilan keputusan kebijakan dividen. Di samping itu, penerapan kebijakan dividen yang stabil akan membuat perusahaan dinilai lebih baik di pasar modal. Oleh sebab itu, topik determinan kebijakan dividen dan stabilitas dividen semakin menjadi perhatian para peneliti di berbagai negara.

Dewenter dan Warther (1998) menguji *dividend smoothing* pada perusahaan Amerika Serikat dan perusahaan Jepang selama periode 1983 hingga 1992. Sampel yang berhasil

dikumpulkan dalam penelitiannya ada 420 perusahaan Amerika Serikat dan 194 perusahaan Jepang. Pengujian menggunakan model Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan Jepang (9,4%) memiliki rasio kecepatan penyesuaian lebih tinggi dibandingkan perusahaan Amerika Serikat (5,5%). Selain itu penelitian ini mengklasifikasikan perusahaan menjadi tiga, yaitu perusahaan Keiretsu, perusahaan Hybrid, dan perusahaan Independen. Hasil pengujian rasio kecepatan penyesuaian berdasarkan pengklasifikasian tersebut adalah perusahaan Keiretsu (11,7%) lebih cepat menyesuaikan dibandingkan perusahaan Hybrid (8,2%), dan perusahaan Independen (2,1%). Dimana semakin tinggi rasio kecepatan penyesuaian pada dividen yang ditargetkan menunjukkan makin rendahnya tingkat *dividend smoothing*.

Adaoglu (2000) menguji apakah perusahaan yang terdaftar di Bursa Saham Istanbul menerapkan kebijakan dividen yang stabil. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 76 perusahaan industri dan komersial yang terdaftar dalam

Bursa Efek Istanbul selama periode 1985 hingga 1997. Hasil pengujiannya menggunakan model Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan industri dan komersial di Istanbul memiliki kecepatan penyesuaian tinggi (100%) dan rasio target pembayaran dividen rendah (51,7%). Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut mengikuti kebijakan dividen yang tidak stabil dan faktor utama penentu kebijakannya adalah pendapatan perusahaan di tahun tersebut.

Ben Naceur, dkk (2006) menguji apakah para manajer di perusahaan Tunisia melakukan *smoothing dividend* dan faktor-faktor penentu kebijakan dividen di Tunisia. Pendekatan *Generalised Method of Moments* (GMM) digunakan. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 48 perusahaan yang mencakup 29 perusahaan *regulated industries* (lembaga keuangan, transportasi, dan telekomunikasi) dan 19 perusahaan *non regulated* yang terdaftar dalam Bursa Efek Tunisia dan menyediakan data setidaknya selama tiga tahun berturut-turut selama periode

1996 hingga 2002. Hasil pengujian menunjukkan bahwa penentuan kebijakan dividen perusahaan Tunisia lebih sensitif terhadap laba saat ini dibandingkan dengan dividen sebelumnya. Hal tersebut dibuktikan dengan tingginya kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*), yaitu sebesar 96,59% (pengujian dengan mengecualikan perusahaan yang tidak membayarkan dividen diperoleh kecepatan penyesuaian sebesar 86,68% dan pengujian dengan mengecualikan perusahaan regulasi diperoleh kecepatan penyesuaian sebesar 75,40%). Artinya, manajer di Tunisia cenderung tidak melakukan *dividend smoothing*. Selain itu, rasio target pembayaran dividen (*target dividend payout ratio*) terlalu rendah, yaitu sebesar 14,12% (pengujian dengan mengecualikan perusahaan yang tidak membayarkan dividen diperoleh rasio target pembayaran dividen sebesar 40,01% dan pengujian dengan mengecualikan perusahaan regulasi diperoleh rasio target pembayaran dividen sebesar 31,99%). Dengan demikian, kecepatan penyesuaian yang tinggi dan rasio target yang rendah mengindikasikan rendahnya perataan

(*low smoothing*) dan ketidakstabilan kebijakan dividen pada perusahaan di Tunisia. Sementara hasil pengujian faktor penentu kebijakan dividen secara parsial menunjukkan bahwa profitabilitas dan sinyal yang diukur dengan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan likuiditas dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara faktor lain seperti kepemilikan mayoritas, peluang investasi, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan dividen di Tunisia.

Ahmed dan Javid (2008) menguji stabilitas dividen dan faktor penentu kebijakan dividen di Pakistan. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 320 perusahaan non keuangan yang tercatat di Bursa Efek Karachi selama periode 2001 sampai dengan 2006. Pengujian stabilitas dividen menggunakan model Lintner (1956) dimana perubahan dividen saat ini dipengaruhi oleh *net earning* saat ini dan dividen sebelumnya, model Fama dan Blacik (1968) dimana dividen saat ini dipengaruhi oleh perubahan pendapatan dan

dividen sebelumnya, model Ahmed dan Javid (2008) dimana perubahan dividen dipengaruhi oleh *earning per share* saat ini dan *dividend per share* sebelumnya. Analisis regresi menggunakan empat teknik yaitu *general method of moment* (GMM), *pooled time series cross section data with common effect model* (POOL), *fixed effect method* (FEM) dan *random effect* (REM). Penerapan model Lintner menunjukkan bahwa perubahan dividen saat ini dipengaruhi oleh *net earning* saat ini dan dividen sebelumnya (keduanya signifikan dalam semua teknik). Selain itu, diperoleh kecepatan penyesuaian sebesar 41,90%-77,33% dan rasio target pembayaran dividen sebesar 18%-55%. Penerapan model Fama dan Babiak menunjukkan bahwa dividen saat ini dipengaruhi oleh dividen sebelumnya (signifikan pada semua teknik) dan perubahan pendapatan (signifikan pada teknik POOL, FEM, dan REM). Selain itu, diperoleh kecepatan penyesuaian sebesar 42,50%-63,26% dan rasio target pembayaran dividen sebesar 25%-38,49%. Penerapan model Ahmed dan Javid menunjukkan bahwa perubahan dividen dipengaruhi oleh *earning per share* saat ini

(signifikan pada teknik GMM dan REM) dan *dividend per share* sebelumnya (signifikan pada teknik GMM, POOL, dan REM). Selain itu, diperoleh kecepatan penyesuaian sebesar 42,50%-63,26% dan rasio target pembayaran dividen sebesar 25%-38,50%. Kecepatan penyesuaian yang tinggi dan rasio target pembayaran dividen yang rendah menunjukkan bahwa adanya ketidakstabilan dalam *dividend smoothing* pada perusahaan non keuangan di Pakistan. Selanjutnya, faktor penentu kebijakan dividen pada sampel yang membayarkan dividen diperoleh bahwa *dividend yield* sebelumnya, *net earning*, struktur kepemilikan, dan likuiditas berpengaruh positif terhadap *dividend yield* saat ini, sedangkan peluang investasi dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *dividend yield* saat ini. Sementara *leverage* dan pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap *dividend yield* saat ini.

Kuwari (2009) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sampel yang dikumpulkan dalam penelitiannya untuk periode 1999 hingga 2003 ada 191 perusahaan non keuangan yang terdaftar dalam bursa saham

*Gulf Cooperation Council* (yaitu Kuwait, Arab Saudi, Oman, Qatar, dan Bahrain). Pengujian menggunakan *random effects Tobit model*. Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa kepemilikan pemerintah, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara arus kas bebas, pertumbuhan perusahaan, dan risiko bisnis tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Al-Najjar (2009) menguji stabilitas dividen dan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen di Yordania. Sampel yang dikumpulkan dalam penelitiannya ada 86 perusahaan non keuangan dari *Jordanian Shareholding Companies Guide* (1999-2003). Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa perusahaan non keuangan di Yordania memiliki kecepatan penyesuaian tinggi (42,9%) dan rasio target pembayaran dividen rendah (47,8%) jika dibandingkan dengan hasil penelitian Lintner (1956) dengan kecepatan penyesuaian sebesar 30% dan rasio target pembayaran dividen sebesar 50%. Hal tersebut menunjukkan bahwa perusahaan di

Yordania melakukan penyesuaian secara lambat namun tidak selambat perusahaan di negara maju seperti Amerika Serikat. Artinya perusahaan di Yordania melakukan *dividend smoothing* dan termasuk stabil dengan kecepatan yang berbeda dari perusahaan di negara maju. Selanjutnya, hasil juga menunjukkan bahwa kebijakan dividen di Yordania sebagai negara berkembang dipengaruhi oleh faktor-faktor serupa dengan negara maju. Profitabilitas, peluang pertumbuhan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan rasio hutang, kepemilikan institusional, risiko bisnis, dan struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara likuiditas aset tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen di Yordania.

Kamat dan Kamat (2009) menguji stabilitas dividen dan faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan di India dari tahun 1971-2007. Ada dua pengujian yang dilakukan yaitu uji statis dan uji dinamis. Pada uji statis menggunakan teknik *Fixed Effects Model* (FEM) periode pengamatan diklasifikasikan menjadi periode pra-reformasi (1971-1992),

periode pasca reformasi (1993-2007), dan periode penuh (1971-2007). Hasil pengujian determinan kebijakan dividen dengan model statis menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor pendapatan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di India pada ketiga periode. Sedangkan faktor-faktor berikut ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India, yaitu peluang investasi signifikan pada ketiga periode, *leverage* signifikan pada periode pra-reformasi dan pasca reformasi, serta biaya pinjaman dan risiko operasional signifikan pada periode pra-reformasi dan periode penuh. Sementara struktur aset dan tarif pajak perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen di India. Selanjutnya faktor makro kebijakan moneter atau struktur suku bunga berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India, sedangkan indeks harga konsumen atau inflasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen di India. Selanjutnya pada uji statis dengan menggunakan *pooled ordinary least square*, hasil pengujian determinan kebijakan dividen menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor pendapatan

dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di India pada ketiga periode. Sedangkan faktor peluang investasi, *leverage*, biaya pinjaman, dan risiko operasional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India pada ketiga periode. Sementara struktur aset dan tarif pajak perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen di India. Kemudian faktor makro yaitu kebijakan moneter atau struktur suku bunga tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen di India, sedangkan indeks harga konsumen atau inflasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India pada periode penuh saja. Pada uji dinamis menggunakan pendekatan *Instrumental Variable* (IV) yaitu dengan melibatkan variabel yang tertinggal hingga 3 *lag* sehingga sampel direvisi menjadi periode pra-reformasi (1975-1992), periode pasca reformasi (1995-2007), dan periode penuh (1975-2007) serta melakukan regresi dengan teknik *general method of moment* (GMM). Hasil pengujian determinan kebijakan dividen dengan model dinamis menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor-faktor berikut berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen di India, yaitu dividen sebelumnya, pendapatan saat ini dan sebelumnya, serta ukuran perusahaan saat ini yang signifikan pada ketiga periode; kemudian ukuran perusahaan sebelumnya hanya signifikan pada periode pra-reformasi; serta struktur aset hanya signifikan pada periode pasca reformasi. Sedangkan faktor-faktor berikut ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India, yaitu peluang investasi saat ini dan sebelumnya, *leverage*, serta risiko operasional yang signifikan pada ketiga periode; sedangkan biaya pinjaman dan tarif pajak perusahaan hanya signifikan pada periode pasca reformasi. Signifikansi faktor *lag* selama ketiga periode pada pendapatan menunjukkan bahwa pendapatan memiliki pengaruh positif terus menerus terhadap dividen sepanjang waktu, sedangkan pada peluang investasi menunjukkan bahwa peluang investasi memiliki pengaruh negatif terus menerus terhadap dividen sepanjang waktu. Selanjutnya diperoleh hasil dividen sebelumnya pada periode pra-reformasi sebesar 0,66 dan pada periode pasca reformasi sebesar 0,37. Penurunan yang signifikan tersebut

menunjukkan perusahaan di India memiliki kebijakan dividen yang sangat tidak stabil selama periode pasca reformasi. Selanjutnya apabila kecepatan penyesuaian mendekati positif satu artinya perusahaan tidak melakukan *dividend smoothing*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) pada periode pra- reformasi sebesar 34% dan pada periode pasca reformasi sebesar 63%. Artinya perusahaan di India mengalami penurunan *dividend smoothing*, namun ketergantungan pada dividen sebelumnya meningkat. Disamping itu rasio target pembayaran dividen perusahaan India pada periode pra- reformasi sebesar 16% dan pada periode pasca reformasi sebesar 11%. Dengan demikian kesimpulannya adalah perusahaan di India memiliki kecepatan penyesuaian yang tinggi dan rasio target pembayaran dividen yang rendah yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen di India tidak stabil.

Samuel dan Inyada (2010) menguji pengaruh pajak penghasilan perusahaan terhadap kebijakan dividen. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 15

lembaga keuangan yang terdaftar dalam Bursa Saham Nigeria. Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan mendapat penjelasan deskripsi dari para staf lembaga keuangan sampel dan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan data angka lembaga keuangan sampel yang diperoleh dari Bursa Efek Nigeria. Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa pajak penghasilan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Rehman dan Takumi (2012) menguji faktor-faktor penentu kebijakan dividen di Pakistan. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 50 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Karachi dan menyediakan data selama tahun 2009. Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa profitabilitas dan *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan peluang investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara likuiditas dan pajak perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Kamat dan Kamat (2013) menguji stabilitas dividen dan faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan di India dari tahun 1971-2010. Penelitian ini menggunakan model dinamis dimana menggunakan pendekatan *Instrumental Variable* (IV) yaitu dengan melibatkan variabel yang tertinggal hingga 3 *lag* sehingga sampel pengamatan direvisi menjadi periode pra-reformasi (1975-1992), periode pasca reformasi (1995-2010), dan periode penuh (1975-2010) serta melakukan regresi dengan teknik *general method of moment* (GMM). Pengujian determinan kebijakan dividen menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor-faktor berikut berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di India, yaitu dividen sebelumnya, pendapatan saat ini dan sebelumnya, serta ukuran perusahaan saat ini yang signifikan pada ketiga periode; kemudian ukuran perusahaan sebelumnya hanya signifikan pada periode pra-reformasi; serta struktur aset hanya signifikan pada periode pasca reformasi. Sedangkan faktor-faktor berikut ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India, yaitu peluang investasi saat ini dan sebelumnya, *leverage*, dan risiko

operasional yang signifikan pada ketiga periode; sedangkan biaya pinjaman dan tarif pajak perusahaan hanya signifikan pada periode pasca reformasi. Signifikansi faktor *lag* selama ketiga periode pada pendapatan menunjukkan bahwa pendapatan memiliki pengaruh positif terus menerus terhadap dividen sepanjang waktu, sedangkan pada peluang investasi menunjukkan bahwa peluang investasi memiliki pengaruh negatif terus menerus terhadap dividen sepanjang waktu. Selanjutnya diperoleh hasil nilai dividen sebelumnya pada periode pra-reformasi sebesar 0,66 dan pada periode pasca reformasi sebesar 0,37. Penurunan yang signifikan tersebut menunjukkan perusahaan di India memiliki kebijakan dividen yang sangat tidak stabil selama periode pasca reformasi. Selanjutnya apabila kecepatan penyesuaian mendekati positif satu artinya perusahaan tidak melakukan *dividend smoothing*. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment*) pada periode pra-reformasi sebesar 34% dan pada periode pasca reformasi sebesar 63%. Artinya perusahaan di India mengalami penurunan *dividend*

*smoothing*, namun ketergantungan pada dividen sebelumnya meningkat. Disamping itu perusahaan India menargetkan rasio pembayaran dividen sebesar 16% pada periode pra-reformasi dan 11% pada periode pasca reformasi. Dengan demikian kesimpulannya adalah perusahaan di India memiliki kecepatan penyesuaian yang tinggi dan rasio target pembayaran dividen yang rendah yang menunjukkan bahwa kebijakan dividen di India tidak stabil.

Tran dan Nguyen (2014) menguji stabilitas kebijakan dividen di pasar saham Vietnam menggunakan teknik regresi *fixed effects* untuk data panel dari tahun 2006 sampai dengan tahun 2011. Sampel yang berhasil dikumpulkannya ada 118 perusahaan non keuangan. Hasilnya menunjukkan bahwa koefisien pendapatan saat ini dan dividen sebelumnya pada model Fama dan Babiak sedikit lebih tinggi dibandingkan dengan model Lintner, namun kedua model secara statistik signifikan pada 1%. Artinya perusahaan di Vietnam mengikuti rasio target pembayaran dan kecepatan penyesuaian standar. Selanjutnya hasil pengujian *partial adjustment models* dari

model Lintner (1956) menunjukkan hasil rasio target pembayaran dividen sebesar 88,6% dan kecepatan penyesuaian sebesar 12,3% sedangkan dari model Fama dan Babiak (1968) menunjukkan hasil rasio target pembayaran dividen sebesar 87% dan kecepatan penyesuaian sebesar 12,9%. Hasil tersebut menunjukkan bahwa perusahaan non keuangan di Vietnam memiliki kebijakan dividen yang stabil.

Asadi dan Oladi (2015) menguji faktor-faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan yang berafiliasi dan tidak berafiliasi dengan pemerintah di Bursa Efek Teheran. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 133 perusahaan *non* keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Teheran dan menyediakan data setidaknya selama lima tahun berturut-turut selama periode 2002 hingga 2011. Ada dua pengujian yang dilakukan yaitu uji statis dan uji dinamis. Berdasarkan hasil pengujian statis menggunakan teknik *Fixed Effects Model* (FEM) diketahui bahwa nilai pangsa pasar, profitabilitas, dan arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan proporsi laba ditahan, *leverage*,

dan risiko pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara kepemilikan mayoritas, kepemilikan pemerintah, peluang investasi, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya berdasarkan hasil pengujian dinamis menggunakan teknik *Generalized Method of Moments* (GMM) diketahui bahwa dividen sebelumnya, nilai pangsa pasar, kepemilikan mayoritas, profitabilitas, peluang investasi, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan risiko pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara kepemilikan pemerintah, proporsi laba ditahan, arus kas bebas, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Urutan faktor penentu yang paling penting dari kebijakan dividen adalah risiko pasar, peluang investasi, dan ukuran perusahaan.

Jabbouri (2016) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada pasar saham MENA yang mencakup 10 negara yaitu Bahrain, Mesir, Yordania, Kuwait, Maroko, Oman, Qatar, Arab Saudi, Tunisia, dan Uni Emirat Arab.

Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 533 perusahaan yang terdaftar dalam pasar saham MENA dari tahun 2004 sampai dengan 2013. Berdasarkan hasil pengujian dinamis menggunakan teknik *Fixed Effects Model* (FEM) diketahui bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas saat ini, dan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *leverage*, pertumbuhan, arus kas bebas, dan *return* pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara dividen sebelumnya dan profitabilitas masa depan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tidak signifikannya dividen sebelumnya menunjukkan bahwa kebijakan dividen di pasar negara berkembang MENA tidak *sticky* dan tidak menganggap stabilitas dividen sepenting di pasar negara maju.

Kamat (2016) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan di India dari tahun 1971 hingga 2015. Pengujian sampel dibagi dalam periode pra-reformasi (1971-1992), periode pasca reformasi (1992-2015), dan periode penuh (1971-2015). Uji statis determinan

kebijakan dividen menggunakan teknik *Fixed Effects Model* (FEM) menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor-faktor berikut berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di India, dimana signifikan pada ketiga periode seperti pendapatan dan ukuran perusahaan. Sedangkan faktor-faktor berikut ini berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India, dimana signifikan pada ketiga periode seperti peluang investasi, *leverage*, dan struktur suku bunga, sedangkan biaya pinjaman dan risiko operasional hanya signifikan pada periode pra-reformasi dan periode penuh. Sementara struktur aset, tarif pajak perusahaan, dan inflasi tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Selanjutnya uji statis determinan kebijakan dividen menggunakan teknik *pooled ordinary least square* juga menunjukkan hasil yang bervariasi. Faktor pendapatan dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di India pada ketiga periode. Sedangkan faktor peluang investasi, *leverage*, biaya pinjaman, dan risiko operasional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India pada ketiga periode. Sementara struktur aset dan tarif

pajak perusahaan tidak berpengaruh pada kebijakan dividen di India. Kemudian faktor makro yaitu kebijakan moneter atau struktur suku bunga tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen di India, sedangkan indeks harga konsumen atau inflasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di India pada periode penuh saja.

Labhane dan Mahakud (2016) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen di India pada periode 1995 sampai dengan 2013. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 781 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Nasional dari tahun 1995 sampai dengan 2013. Berdasarkan hasil pengujian statis menggunakan teknik *Logit/Probit Model* diketahui bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas, siklus hidup perusahaan, dan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan peluang investasi, *leverage*, risiko bisnis, struktur aset, dan pajak dividen berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Andriani dan Amanah (2017) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sampel yang dikumpulkan dalam penelitiannya untuk periode 2011 hingga 2015 ada 55 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil pengujiannya menunjukkan bahwa *return on investment*, *debt to asset ratio*, dan ukuran perusahaan memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan *quick ratio*, pertumbuhan perusahaan, risiko, arus kas bebas, dan perputaran total aset tidak memberikan pengaruh terhadap kebijakan dividen. .

Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) menguji dampak peraturan, reformasi, dan lingkungan hukum dengan kelembagaan yang berbeda terhadap kebijakan dividen di Turki. Sampel yang berhasil dikumpulkan berdasarkan penelitiannya ada 264 perusahaan dalam Bursa Efek Istanbul selama periode 2003 hingga 2012. Hasil pengujian dengan menggunakan model Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan di Turki mempertimbangkan laba bersih dan dividen sebelumnya dalam menentukan kebijakan dividen.

Konsentrasi struktur kepemilikan juga mempengaruhi rasio target pembayaran dan *dividend smoothing* pada perusahaan di Turki. Selanjutnya profitabilitas, umur perusahaan, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen tunai pada perusahaan di Turki, sedangkan peluang investasi dan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen tunai pada perusahaan di Turki. Selain itu hasil pengujian juga menunjukkan bahwa pada periode 2003-2008 diperoleh rasio kecepatan penyesuaian sebesar 58% dan rasio target pembayaran sebesar 23,3%, sedangkan pada periode 2009-2012 diperoleh rasio kecepatan penyesuaian sebesar 52,1% dan rasio target pembayaran sebesar 21,3%. Dengan demikian, perusahaan di Turki memiliki rasio pembayaran jangka panjang dan melakukan penyesuaian pembayaran dividen tunainya pada tingkat moderat, sehingga menerapkan kebijakan dividen yang stabil.

Ofori-sasu, dkk (2017) menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 30 perusahaan yang

terdaftar dalam Bursa Efek Ghana selama periode 2009 hingga 2014. Hasil pengujian menunjukkan bahwa struktur aset, ukuran perusahaan, profitabilitas, usia perusahaan, pajak dan pertumbuhan PDB memberikan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan tingkat bunga memberikan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Gohar dan Alam (2018) menguji stabilitas dividen dan faktor-faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan di Pakistan dari tahun 2010 sampai dengan 2014. Hasil pengujian dengan menggunakan model Lintner (1956) dan teknik *ordinary least square* (OLS) menunjukkan bahwa perusahaan di Pakistan tidak mengikuti penetapan kebijakan dividen yang stabil. Selanjutnya hasil pengujian faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menunjukkan bahwa *leverage* dan struktur aset berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara likuiditas, ukuran perusahaan, profitabilitas, serta peluang investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Sangeetha (2018) menguji faktor-faktor penentu kebijakan dividen pada perusahaan di India. Sampel yang berhasil dikumpulkan berdasarkan penelitiannya ada 95 perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Nasional di India dengan pembayaran dividen berturut-turut selama periode 2012/2013 hingga 2017/2018. Pengujian dinamis menggunakan teknik *Generalized Method of Moments* (GMM) menunjukkan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan profitabilitas, likuiditas, risiko, ukuran perusahaan dan inflasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. sementara dividen sebelumnya, peluang investasi, pajak dan bunga tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Zagonel, dkk (2018) menguji pengaruh pajak dan tata kelola perusahaan terhadap kebijakan dividen di Brazil. Sampel yang berhasil dikumpulkan dalam penelitiannya ada 672 perusahaan yang terdaftar dalam *São Paulo Stock Exchange* (Bovespa) pada periode 1986 hingga 2011. Berdasarkan hasil pengujian dinamis menggunakan teknik *Logit/Probit Model* diketahui bahwa penetapan kebijakan

dividen mengikuti dividen sebelumnya dan tidak memiliki rasio pembayaran target. Selain itu, perubahan undang-undang pajak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sesuai dengan pemaparan berbagai penelitian diatas menunjukkan bahwa penggunaan model Lintner (1956) untuk menguji stabilitas dividen telah banyak dilakukan. Uji stabilitas dividen tersebut menggunakan model dinamis dengan memperhitungkan variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen / dividen tahun sebelumnya yang tidak digunakan dalam model statis. Dimana dalam model statis tingkat dividen yang ditargetkan tetap, sedangkan dalam model dinamis tingkat dividen yang ditargetkan berubah dari waktu ke waktu tergantung pada faktor-faktor yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian di berbagai negara menunjukkan bahwa banyak perusahaan melakukan penyesuaian ke dividen yang ditargetkan dengan nilai kecepatan penyesuaian rata-rata kurang dari 100%. Oleh sebab itu, peneliti ingin menguji

determinan dan stabilitas dividen dalam kasus yang diterapkan pada perusahaan di Indonesia.

Berdasarkan pembahasan di atas, peneliti mencoba untuk melakukan penelitian dengan judul “Determinan dan Stabilitas Dividen dalam Model Dinamis (Studi Empiris pada Industri Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2016)”.

## **B. Batasan Masalah Penelitian**

Penelitian ini memiliki batasan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari delapan variabel, yaitu variabel kelambanan (*lag*) kebijakan dividen atau dividen tahun sebelumnya, profitabilitas, ukuran perusahaan, rasio investasi, struktur aset, leverage, tingkat pajak perusahaan, dan tingkat bunga.
2. Periode pengamatan penelitian ini selama enam tahun, yaitu dari tahun 2011 sampai dengan 2016.

3. Obyek dalam penelitian ini adalah Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

### **C. Rumusan Masalah Penelitian**

Berdasarkan latar belakang di atas, maka dapat dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah perusahaan non keuangan di Indonesia melakukan penyesuaian rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal?
2. Apakah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dalam model dinamis pada perusahaan non keuangan di Indonesia?

### **D. Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Menguji adanya kecepatan penyesuaian rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal pada perusahaan non keuangan di Indonesia.
2. Menguji pengaruh faktor-faktor terhadap kebijakan dividen dalam model dinamis pada perusahaan non keuangan di Indonesia.

## **E. Manfaat Penelitian**

Hal penting dari sebuah penelitian adalah kemanfaatan yang dapat dirasakan atau diterapkan setelah terungkapnya hasil penelitian. Penelitian ini diharapkan akan memberikan manfaat bagi berbagai pihak, diantaranya sebagai berikut:

### **1. Manfaat Teori**

Hasil penelitian ini diharapkan memberikan kontribusi literatur bagi para peneliti terkait dengan kebijakan dividen di Indonesia berdasarkan model dinamis.

### **2. Manfaat Kebijakan**

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor terkait dengan determinan kebijakan dividen dan stabilitas dividen yang diterapkan oleh perusahaan. Determinan kebijakan dividen dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan investor dalam memilih berinvestasi pada perusahaan yang memiliki nilai baik dalam determinan tersebut. Selanjutnya, berpengaruhnya variabel kelambanan kebijakan dividen atau dividen sebelumnya terhadap kebijakan dividen akan menunjukkan adanya

rasio kecepatan penyesuaian pada dividen yang ditargetkan. Kecepatan penyesuaian ke dividen yang ditargetkan akan memberikan sinyal *dividend smoothing*. Apabila kecepatan penyesuaian ke dividen yang ditargetkan mendekati 100%, maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki tingkat *dividend smoothing* yang rendah. Disamping itu, perusahaan juga memiliki rasio target pembayaran jangka panjang berdasarkan profitabilitas yang diperoleh. Oleh sebab itu perusahaan dikatakan mengikuti kebijakan dividen stabil, apabila dividen tidak meningkat dalam jumlah yang besar tetapi secara bertahap meningkat dengan mempertimbangkan rasio target pembayaran jangka panjang.