

## UJI FAKTOR-FAKTOR PEMBEDA KEBIJAKAN DIVIDEN: ANALISIS DISKRIMINAN

Fitri Ismiyanti<sup>1</sup>

Putu Anom Mahadwartha<sup>2</sup>

### ABSTRACT

*This research tested variables (firm specific and beta) that affected dividend policy in Indonesian firms. Samples are listed firm in Jakarta Stock Exchange (JSX) especially manufacture industry. This research uses discriminant analysis with several tests for data and results to maintain the robustness of the analysis. The results indicate that debt, investment opportunity sets and return on assets are significant in affecting dividend policy. Meanwhile beta fails to discriminate between firms that pay dividend and not pay dividend. The firm specific variables could discriminate between firms that pay dividend and not pay dividend. The results also show that management is more concerned about firm specific variables in dividend policy and less concerned about systematic risk (beta).*

**Keywords:** Dividen, diskriminan, beta, utang, return on assets, investment opportunity sets

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, namun terdapat perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) diantara manajemen dan pemegang saham. Fenomena ini yang melatarbelakangi teori keagenan dimana pemegang saham merupakan prinsipal dan manajemen merupakan agen.

Para investor membeli saham bukan hanya menginginkan *capital gain* yaitu pendapatan yang berasal dari adanya peningkatan harga saham tetapi ada beberapa investor menginginkan dividen yaitu pendapatan saham yang berasal dari pembagian laba. Lintner (1962), dan Battacharya (1979) menjelaskan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung ditangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain* yang belum pasti terjadi. Investor

sebagian besar lebih menyenangi adanya pembagian dividen yang tinggi, sehingga mengakibatkan rendahnya laba ditahan, hal ini disebabkan karena mereka menganggap jumlah tertentu yang diterima sebagai dividen saat ini lebih berharga dibandingkan *capital gain* yang akan diperoleh dimasa mendatang (Blume, 1980).

Modigliani dan Miller (1961) berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan diasumsikan manajer maupun investor memiliki informasi yang sama atas kesempatan investasi. Hal yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah semata-mata arus kas dimasa depan.

Asimetri informasi terjadi antara manajemen dan investor karena investor hanya dapat melihat prospek perusahaan dari sebagian informasi perusahaan salah satunya berupa

<sup>1</sup> Penulis adalah mahasiswa program doktor ilmu-ilmu ekonomi Universitas Gadjah Mada

<sup>2</sup> Penulis adalah dosen Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Surabaya

laporan keuangan yang telah dipublikasikan. Para analis akan memberikan saran kepada para investor dengan menganalisa laporan keuangan perusahaan, sehingga dapat memprediksi perusahaan yang memiliki prospek dimasa mendatang.

Pertimbangan dalam menentukan dividen dalam kaitannya dengan kebijakan dividen adalah kebutuhan dana perusahaan, likuiditas, kemampuan meminjam, keadaan pemegang saham, dan stabilitas dividen. Bagi perusahaan, masalah pembagian dividen merupakan suatu kebijakan yang harus dipertimbangkan dengan hati-hati. Hal ini terkait dengan rencana investasi karena jika diputuskan untuk membagikan dividen, maka laba ditahan yang tersedia untuk investasi akan turun. Kebijakan untuk membagikan dividen biasanya akan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Ada dua faktor yang utama yang berpengaruh pada kebijakan dividen yaitu faktor internal seperti likuiditas, tingkat laba, serta kemampuan untuk meminjam. Faktor kedua adalah faktor eksternal yang berhubungan dengan pengaruh yang berasal dari luar perusahaan seperti pajak atas dividen, pajak atas *capital gains* dan akses ke pasar modal.

Perusahaan tidak membagikan dividen dapat disebabkan karena menderita kerugian pada tahun tersebut atau sebaliknya perusahaan memperoleh laba maka laba yang ditahannya positif. Perusahaan akan kesulitan membagikan dividen jika perusahaan mengalami kerugian atau laba ditahan negatif, namun permasalahannya ada pada perusahaan yang memperoleh keuntungan tetapi tidak membagikan dividen. Kondisi ini disebabkan laba dari perusahaan ditahan dan selanjutnya akan digunakan untuk investasi. Hal seperti ini biasanya terjadi dalam perusahaan yang sedang tumbuh (*growth*). *Cash flow* yang

dihasilkan perusahaan ditanam kembali untuk mendanai adanya kesempatan investasi yang menguntungkan (Myers dan Majluf, 1984; serta Jensen, Solberg dan Zorn, 1992).

Ada kemungkinan suatu perusahaan memutuskan tetap membagikan dividen walaupun labanya mengalami penurunan, dengan pertimbangan apabila perusahaan gagal mempertahankan tingkat pembayaran dividen maka akan direspon negatif oleh pasar. Reaksi pasar terhadap berita buruk lebih kuat dibandingkan reaksi pasar terhadap berita baik (Benartzi, et al, 1997).

Pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pasar bahwa perusahaan mempunyai prospek yang menguntungkan bagi investor. Kebijakan dividen sangat penting bagi perusahaan karena harus mempertimbangkan kepentingan perusahaan maupun kepentingan pemegang saham, oleh karena itu biasanya penentuan pembagian dividen diputuskan oleh RUPS. RUPS akan dihadapkan pada dua alternatif keputusan yaitu akan membagikan dividen atau tidak. Calon investor yang menginginkan dividen penting sekali memahami kebijakan dividen dan faktor-faktor yang dapat membedakan antara perusahaan yang membagikan dividen dan faktor-faktor yang berpengaruh pada kebijakan dividen.

Kebijakan utang terkait dengan pembayaran dividen (Mahadwartha dan Hartono, 2002; Ismiyanti, 2003 dan Tandelilin, 2003). Pembayaran utang menyebabkan perusahaan kekurangan kas sehingga kemungkinan akan mengurangi pembayaran dividen sehingga hubungan kebijakan utang terhadap dividen adalah negatif. Penelitian dari Mahadwartha (2002) menemukan hubungan utang terhadap dividen adalah positif, karena perusahaan cenderung membiayai dividen dengan utang sebagai sinyal

bahwa dimasa depan terdapat investasi yang menguntungkan. Secara umum utang mempunyai pengaruh terhadap dividen.

Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula arus kas dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi (Jensen, Solberg dan Zorn, 1992). Pada kondisi tertentu kebijakan perusahaan berubah sehingga peningkatan profitabilitas diikuti dengan peningkatan pembayaran dividen sehingga profitabilitas tidak sepenuhnya mencerminkan penentuan pembayaran dividen. Profitabilitas perusahaan dapat diproksi melalui *return on asset* (ROA).

Investor juga mempertimbangkan risiko perusahaan sebelum memutuskan untuk berinvestasi. Risiko tidak sistematis sudah dapat dihilangkan melalui diversifikasi (Markowitz, 1952), maka investor hanya akan mempertimbangkan risiko sistematis atau beta. Konseptualisasi beta dikembangkan oleh Sharpe (1964), Lintner (1956) dan Mossin (1966) yang berargumen bahwa risiko sistematis adalah satu-satunya risiko yang harus dipertimbangkan investor dalam berinvestasi.

Risiko sistematis ini pula yang mendorong pemegang saham untuk meminta tambahan dividen bila risiko perusahaan meningkat. Peningkatan risiko perusahaan akan meningkatkan risiko investasi pemegang saham sehingga harus dikompensasi dengan tambahan return melalui dividen.

Sebagai pihak yang berada di luar perusahaan, investor akan sulit mengetahui faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijaksanaan pembayaran dividen tersebut. Salah satu cara yang dapat diterapkan oleh investor adalah menganalisis informasi dalam laporan keuangan emiten yang telah dipublikasikan.

Perusahaan yang mempunyai laba ditahan (*return earnings*) yang positif akan dihadapkan pada dua alternatif keputusan yaitu membagi dividen atau tidak. Penelitian ini mengasumsikan bahwa calon investor yang akan menanamkan modalnya pada suatu perusahaan di BEJ dan belum mengetahui secara pasti kebijakan dividen yang diterapkan oleh RUPS serta informasi yang dimiliki hanyalah laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan oleh emiten. Berdasarkan uraian diatas maka yang menjadi permasalahan adalah:

Apakah ada perbedaan pada kebijakan hutang (*Debt*), Investment Opportunity Sets (IOS), Beta, dan Return on Asset (ROA) antara perusahaan yang membagikan dividen dengan yang tidak membagikan dividen?

Disesuaikan dengan permasalahan maka tujuan utama penelitian ini adalah menguji perbedaan variabel utang, dan variabel spesifik perusahaan antara perusahaan yang membagi dan tidak membagi dividen di Indonesia. Penelitian ini berargumen (argumen dijabarka pada bagian selanjutnya) bahwa perbedaan antara variabel utang, IOS, Beta, dan ROA menentukan keputusan perusahaan membagi dividen, sedangkan besaran dividen yang dibagikan tidak menjadi fokus penelitian ini. Penelitian ini menyajikan temuan yang berguna bagi pengambil kebijakan, investor, dan juga kalangan periset untuk mengetahui peranan kebijakan dividen dalam pengendalian konflik keagenan di Indonesia melalui peranan beberapa variabel pembeda kebijakan dividen.

Kontribusi empirik penelitian ini khususnya ditujukan kepada konfirmasi temuan teori keagenan yang berargumen bahwa kebijakan utang keuangan, risiko, dan variabel spesifik perusahaan berbeda antara perusahaan yang membagi dan tidak membagi dividen. Hal ini terkait dengan argumen teori keagenan bahwa

kebijakan dividen sebagai pengikat aktivitas *perquisites* (misal: pembelian mobil dinas mewah, dekorasi kantor mahal, dan lainnya yang tidak sesuai dengan standar kerja bagi manajemen yang telah ditetapkan perusahaan) manajemen yang memanfaatkan kekayaan pemegang saham demi kepentingan pribadi. Kontribusi kebijakan terutama bagi investor yang menekankan pada hasil (*yield*) dari dividen sebaiknya mempertimbangkan pemilihan perusahaan berdasarkan variabel spesifik perusahaan seperti risiko, IOS, Beta, dan ROA.

Artikel ini mencoba untuk menguji adanya dua alternatif keputusan yang akan dibuat dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yaitu keputusan membagi dividen dan tidak membagikan dividen. Berdasarkan alternatif keputusan tersebut, maka perusahaan di BEJ dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen.

#### Kebijakan Dividen

Perusahaan akan selalu dihadapkan pada permasalahan mengenai alternatif keputusan yang akan dibuat ketika perusahaan memperoleh laba yang cukup tinggi. Keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh tersebut akan dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya dalam bentuk dividen ataukah akan ditahan sebagai laba ditahan yang dapat digunakan untuk pembiayaan investasi perusahaan di masa datang. Keputusan yang akan dibuat oleh perusahaan tersebut merupakan kebijakan dividen dari suatu perusahaan. Kebijakan dividen melibatkan dua pihak yaitu antara pemegang saham dan perusahaan, sehingga sering mengakibatkan adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*).

Apabila laba dibagikan dalam bentuk dividen, maka ini merupakan berita baik bagi pemegang saham namun bagi perusahaan akan

mengurangi laba yang ditahan sehingga mengurangi sumber dana internal perusahaan, berarti dapat menghambat pertumbuhan perusahaan, sedangkan jika laba tidak dibagikan pada pemegang saham maka ini merupakan berita buruk namun bagi perusahaan akan dapat meningkatkan jumlah laba ditahan, berarti meningkatkan kemampuan pembentukan dana intern dan dapat mendorong pertumbuhan perusahaan.

#### Kontroversi Kebijakan Dividen

Menurut Miller dan Modigliani (1961), Lintner (1956) dan Gordon (1959), serta Litzenberger dan Ramaswamy (1979) ada tiga argumentasi mengenai kebijakan dividen yang berkaitan dengan nilai perusahaan yang sampai sekarang masih diperdebatkan, karena dividen masih merupakan hal yang membingungkan (*dividend puzzle*), yaitu:

##### a. Dividen Tidak Relevan

Miller dan Modigliani (1961) dalam teorinya menyatakan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham, dan lebih lanjut Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan, dengan demikian nilai dari suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Apabila perusahaan memperoleh laba, maka keputusan apapun yang diambil oleh perusahaan (membagikan dalam bentuk dividen atau tidak membagikan) tidak akan berpengaruh pada nilai perusahaan.

##### b. Dividen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham

Gordon (1959) dan Lintner (1956) mengemukakan argumnetasinya bahwa semakin tinggi dividen, maka semakin tinggi nilai perusahaan. Investor lebih senang dan merasa aman menerima pembayaran dividen dimasa sekarang dibandingkan menunggu

*capital gains* dari laba ditahan atau kemungkinan *capital gains* yang akan diterima adalah lebih besar risikonya dibandingkan *dividend yield* yang sudah pasti. Pandangan Gordon-Lintner ini oleh Miller-Modigliani (1961) diberi nama *the bird in the hand theory*, yang berarti bahwa investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung diudara.

### c. Dividen menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham

Pandangan ini dikenal dengan *tax differential theory*. Teori ini dikemukakan oleh Litzenberg dan Ramaswamy (1979) yang mengemukakan semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut semakin rendah, hal ini didasarkan pada pemikiran jika *capital gain* dikenakan pajak lebih rendah daripada pajak atas dividen. Pandangan ini menjelaskan jika pajak yang dikenakan terhadap *capital gain* lebih rendah dari pajak atas dividen, maka saham-saham dari perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan lebih menarik bagi investor, karena laba yang diperoleh oleh perusahaan tidak akan dibagikan tetapi akan ditahan untuk mendanai pertumbuhan perusahaan.

Ketiga pandangan tersebut ternyata saling bertentangan dan terjadi kontroversial dalam teori kebijakan dividen. Pandangan Modigliani-Miller bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan apapun yang diambil tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan. Gordon dan Litner menyarankan perusahaan untuk membagi dividen yang tinggi dan pendapat yang ketiga yang dikemukakan oleh Litzenberg dan Ramaswamy (1979) menyarankan perusahaan untuk membagikan dividen yang rendah atau tidak membagikan dengan tujuan mengurangi biaya modal dan menaikkan nilai perusahaan.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Metoda Analisis

Ada dua alternatif keputusan yang akan dibuat dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yaitu keputusan membagi dividen dan tidak membagikan dividen. Berdasarkan alternatif keputusan tersebut, maka perusahaan di BEJ dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen yang pengelompokkannya berdasarkan *dividend payout ratio* (DPR). Secara logika yang paling utama membedakan antara kedua kelompok perusahaan tersebut adalah laba yang dihasilkan, jika perusahaan menderita rugi sudah dapat dipastikan perusahaan tidak akan membagikan dividen sedangkan jika perusahaan laba maka ada dua alternatif apakah akan membagi dividen atau tidak. Pertimbangan lainnya adalah adanya aliran kas yang tersedia diatas kebutuhan investasi yang *profitable*.

Berdasarkan pada uraian diatas, maka penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan antara faktor-faktor Kebijakan Hutang (*Debt*), *Investment Opportunity Sets* (IOS), Beta, dan *Return on Asset* (ROA) antara perusahaan yang membagikan dividen dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen.

a. Variabel dependen adalah kebijakan dividen, merupakan variabel yang dikotomi yaitu perusahaan yang membagikan dividen dengan kode 1 dan yang tidak membagikan dividen dengan kode 0.

b. Variabel independen merupakan faktor-faktor yang akan digunakan dalam membedakan antara dua kelompok perusahaan (membagi dividen dan tidak membagi dividen) adalah variabel-variabel yang terdiri dari:

1. Kebijakan Hutang (*Debt*)

2. Investment Opportunity Sets (IOS)
3. Beta
4. Return on Asset (ROA)

Adapun alasan pemilihan faktor-faktor tersebut digunakan dalam penelitian ini adalah mengacu pada hasil penelitian sebelumnya, yang menemukan bahwa faktor-faktor tersebut secara empiris terbukti berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian tersebut antara lain Mahadwartha (2002), Mahadwartha dan Hartono (2002), serta Ismiyanti (2004). Mahadwartha (2002) menguji interdependensi kebijakan utang dan dividen dan menemukan hubungan negatif dan merupakan dukungan terhadap model penyeimbang teori keagenan. Mahadwartha dan Hartono (2002) menguji hubungan antara kebijakan dividen, dan utang menggunakan model *seemingly unrelated regression* (SUR). SUR digunakan karena model penelitian menemukan masalah identifikasi sehingga uji simultanitas tidak dapat dilaksanakan. Mahadwartha dan Hartono (2002) juga menemukan dukungan terhadap model penyeimbang teori keagenan pada hubungan dividen terhadap utang namun tidak sebaliknya. Ismiyanti (2004) menguji interdependensi kebijakan utang, dividen, dan kepemilikan, dengan menggunakan model 3 *state least square* (3SLS). Penelitian tersebut juga menemukan dukungan bahwa beberapa variabel spesifik perusahaan seperti Beta, IOS, dan ROA mempengaruhi kebijakan dividen maupun utang di Indonesia. Perbedaan ke-3 penelitian diatas dengan penelitian ini terdapat pada model dan alat statistis yang digunakan. Alat analisis penelitian ini adalah uji pembeda (diskriminan) sedangkan ke-3 penelitian tersebut menggunakan analisis regresi lanjut. Selanjutnya ke-3 penelitian terdahulu mendukung digunakannya variabel kebijakan utang, Beta, IOS, dan ROA dalam model diskriminan penelitian ini.

### Analisis Diskriminan

Analisis diskriminan adalah teknik statistik yang cocok digunakan jika variabel dependennya adalah kategori (nominal atau nonmetrik) dan variabel independennya metrik. Analisis diskriminan yang digunakan merupakan diskriminasi 2 kelompok (membagikan dan tidak membagikan dividen) sehingga analogus dengan model multi regresi. Melalui analisis diskriminan akan diperoleh suatu variat, yaitu kombinasi linier dari dua atau lebih variabel independen yang akan membedakan antara kelompok yang didefinisikan secara apriori. Perbedaan diperoleh dengan menyusun bobot variat tiap-tiap variabel untuk memaksimumkan varian antar kelompok relatif terhadap varian dalam kelompok.

$$Y_1 = X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_n$$

(nonmetric) (metric)

Kombinasi linier untuk analisis diskriminan juga disebut sebagai fungsi diskriminan, yang diturunkan sebagai sebuah persamaan berikut ini:

$$Z_{jk} = a + W_1 X_{1k} + W_2 X_{2k} + \dots + W_n X_{nk}$$

- $Z_{jk}$  = Skore Z diskriminan dari fungsi diskriminan j untuk obyek k
- a = intersep
- $W_1$  = bobot diskriminan untuk variabel independen 1
- $X_{1k}$  = variabel independen i untuk obyek k

Sharma (1996) mengemukakan bahwa analisis diskriminan tidak hanya digunakan untuk mengklasifikasikan kelompok tetapi juga mempunyai tujuan lain, yaitu antara lain:

1. Mengidentifikasi variabel yang terbaik dari diskriminan yang ada diantara dua kelompok. Variabel yang menjadi diskriminan terbaik disebut *discriminator variables*.
2. Mengidentifikasi axis baru, Z, yang digunakan untuk

pemisahan antara dua kelompok. Tujuan dari analisis diskriminan ini bukan untuk menghitung variance maksimum dari data, tetapi untuk memaksimalkan satu kelompok dengan kelompok lain yang menghasilkan diskriminan terbaik diantara dua kelompok. Dalam perhitungannya, tujuan analisis diskriminan adalah mengidentifikasi bobot,  $W_1$  dan  $W_2$ . Disamping itu juga tujuannya adalah untuk memaksimalkan lambda dengan persamaan sebagai berikut:

$$\lambda = \frac{\text{Between group sum of square (SSb)}}{\text{Within group sum of square (SSw)}}$$

3. Mengklasifikasikan obyek amatan yang nantinya akan dilakukan kedalam salah satu kelompok.

Adapun tujuan yang lain dari analisis diskriminan ini adalah:

- a. Menentukan kelompok pembeda
- b. Mengidentifikasi independent variabel yang membedakan kelompok
- c. Menentukan prosedur untuk mengklasifikasikan objek kedalam kelompok
- d. Menetapkan jumlah dan komposisi diskriminan antara kelompok

#### Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD). Populasi penelitian terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian ini menggunakan sampel 136 perusahaan yang merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ antara tahun 1998-2001 dengan total 532 observasi. Sebanyak 164 observasi membagikan dividen dan 368 observasi

tidak membagikan dividen. Penelitian ini juga menguji keandalan (*robustness*) model diskriminan dengan menggunakan *holdout* sampel sebanyak 40% dari total observasi (213 observasi) sehingga hanya 60% (319 observasi) dari total observasi yang digunakan dalam model diskriminan.

Metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling method* (Cooper dan Schindler, 2001). Sampel adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEJ, perusahaan *go public* dibawah tahun 1997 untuk mengurangi *outliers* krisis bila memasukkan perusahaan yang baru *go-public* saat krisis.

#### Definisi Operasional

Variabel dependen dikategorikan menjadi dua yaitu kebijakan membagi dividen atau tidak. Kebijakan perusahaan yang membagikan dividen, yaitu perusahaan yang pada tahun pengamatan telah membayar dividen, yang diberi kode 1 (DDIV=1). Perusahaan yang tidak membagi dividen adalah perusahaan yang pada tahun pengamatan tidak membayar dividen, yang diberi kode 0 (DDIV=0).

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kebijakan Hutang (*Debt*), *Investment Opportunity Sets* (IOS), Beta, dan *Return on Asset* (ROA).

#### 1. Kebijakan Hutang (*Debt*)

Dihitung sebagai rasio total hutang terhadap total aset. Secara matematis kebijakan hutang diformulasikan Jensen, Solberg dan Zorn (1992) sebagai berikut.

$$\text{Debt}_{it} = \frac{\text{TD}_{it}}{\text{Total Asset}_{it}}$$

Keterangan:

$\text{TD}_{it}$  = Jumlah total hutang perusahaan i pada periode t

Total Asset<sub>it</sub> = Total aset yang dimiliki perusahaan i pada periode t

## 2. Investment Opportunity Sets (IOS)

Variabel IOS menggunakan proksi *book to market equity* (BVE/MVE). Berdasarkan penelitian Kallapur dan Trombley (1999) variabel BVE/MVE sebagai proksi yang paling valid digunakan untuk proksi pertumbuhan (*growth*) selain itu BVE/MVE merupakan proksi *growth* yang paling banyak digunakan oleh peneliti di bidang keuangan (Gaver dan Gaver, 1993). *Book to market value of equity* yang rendah menunjukkan *growth* perusahaan tinggi.

## 3. Beta

Koefisien beta yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan beta yang sudah dikoreksi dari *infrequent trading* yang disebabkan karena perdagangan saham yang frekuensinya tidak teratur. Variabel beta diperoleh dari PPA UGM yang sudah menyediakan beta yang sudah dikoreksi.

## 4. Return on Assets (ROA)

Menunjukkan ukuran tingkat pengembalian perusahaan (profitabilitas). Variabel ROA dinyatakan sebagai perbandingan EBIT terhadap total aset. Variabel ROA diperoleh dari ICMD pada bagian *summary of financial statement*. Secara matematis variabel ROA diformulasikan sebagai berikut (Bathala, Moon dan Rao, 1994):

$$ROA_{it} = \frac{EBIT_{it}}{Total\ Asset_{it}}$$

Keterangan:

EBIT<sub>it</sub> = Earning before interest and tax perusahaan i pada periode t

Total asset<sub>it</sub> = Jumlah total asset perusahaan i pada periode

Langkah-langkah metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Sebelum sampel dibedakan menjadi perusahaan yang membagi dividen (1) dan tidak membagi dividen (2), maka akan dihitung rata-rata dan standar deviasi secara keseluruhan (statistik deskriptifnya).
2. Sampel akan diklasifikasikan menjadi dua, yaitu perusahaan yang membagikan dividen diberi kode 1 dan perusahaan yang tidak membagi dividen diberi kode 0 (selanjutnya dividen tersebut disingkat dengan DDIV).
3. Menurut *central limit theorem*, untuk sampel yang cukup besar, ( $n \geq 30$ ), rata-rata sampel akan berdistribusi disekitar rata-rata populasi yang mendekati distribusi normal. Meskipun jika populasi tidak berdistribusi secara normal, distribusi rata-rata sampel akan menjadi normal apabila terdapat sekumpulan besar sampel (Cooper dan Schindler, 2001). Penelitian ini menggunakan sampel sejumlah 136 perusahaan dengan jumlah observasi 532 yang terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ antara tahun 1998-2001 (sebanyak 164 observasi membagikan dividen dan 368 observasi tidak membagikan dividen). Sedangkan observasi yang akan digunakan untuk membentuk model diskriminan adalah 60% dari total observasi atau 319 observasi dan 40% lainnya (213 observasi) akan digunakan untuk menguji validitas model. Dengan jumlah sampel yang lebih dari 30, maka dapat digunakan uji statistik t-test yaitu uji beda rata-rata, untuk



menguji hipotesis bahwa ada perbedaan pada faktor-faktor: Kebijakan Hutang (*Debt*), *Investment Opportunity Sets* (IOS), Beta, dan *Return on Asset* (ROA) antara perusahaan yang membagikan dividen dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Dasar pengambilan keputusan dengan *t-test* adalah dengan melihat *t* hitung dibandingkan dengan *t* tabel. Jika *t* hitung > *t* tabel, maka  $H_0$  ditolak dan ada perbedaan nyata antara kelompok tersebut, dan sebaliknya jika *t* hitung < *t* tabel, maka  $H_0$  tidak ditolak dan tidak ada perbedaan nyata antara kelompok.

4. Untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat membedakan dua kelompok perusahaan (membagikan dividen dan tidak membagikan dividen) dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, maka digunakan model analisis diskriminan (*Discriminant Analysis*). Pengujian dan analisis atas seluruh data akan dilakukan dengan bantuan software SPSS (*Statistical Program for Social Science*). Adapun alasan dalam penelitian ini digunakan alat analisis diskriminan, karena variabel dependen berupa nominal/kategorikal dan variabel independen adalah metrik, analisis diskriminan bermanfaat apabila peneliti tertarik mengenai perbedaan kelompok maupun pengklasifikasian obyek kedalam kelompok dengan tepat dan dapat dipandang sebagai suatu jenis analisis atau suatu teknik prediktif (Hair et al, 1998). Model analisis diskriminan yang digunakan dalam penelitian ini:

$$Z_{jk} = a + W_1X_{1k} + W_2X_{2k} + \dots + W_nX_{nk}$$

Variabel-variabel yang digunakan dalam analisis adalah:

$$X_1 = \text{Kebijakan Hutang (Debt)}$$

$$X_2 = \text{Investment Opportunity Sets (IOS)}$$

$$X_3 = \text{Beta}$$

$$X_4 = \text{Return on Assets (ROA)}$$

Data akan dianalisis dalam beberapa langkah. Langkah pertama untuk menguji apakah ada perbedaan yang nyata antara kedua kelompok tersebut dan bagaimana pengaruh masing-masing faktor terhadap kebijakan dividen yaitu dengan *test of equality group means*.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Analisis data akan diawali dengan melihat statistik deskriptif dari seluruh data untuk melihat rata-rata serta deviasi standar dari kebijakan hutang (*Debt*), *investment opportunity sets* (IOS), beta, dan *return on assets* (ROA).

Jumlah observasi yang digunakan dalam analisis diskriminan sebanyak 319 observasi dari total observasi sebesar 532. Data observasi yang digunakan untuk *holdout sample* atau validasi adalah sebesar 213 (40% dari 532). Uji model diskriminan dengan uji validasi menggunakan *holdout sample* atau sebagian sampel yang tidak diuji diskriminan namun digunakan untuk menjustifikasi hasil temuan besaran diskriminatorinya. Penentuan 60% observasi utama dan 40% observasi *holdout* merupakan *rule of thumb* dalam model diskriminan.

Rata-rata dan standar deviasi dari masing-masing variabel penelitian setelah data dipisahkan menjadi kelompok perusahaan membagi dividen (DDIV=1) dan perusahaan yang tidak membagi dividen (DDIV=0). Ringkasan dan perbandingan ketiga rata-rata

Tabel 1.

Statistik deskriptif untuk semua variabel yang dipisahkan oleh DDIV=0 dan DDIV=1

DDIV	Variabel	Rata-rata	Deviasi Standar	Observasi
0	DEBT	0.8969	0.4002	215
	IOSBM	-0.0010	3.7678	215
	BETA	2.6746	0.2412	215
	ROA	-0.0982	0.2100	215
1	DEBT	0.5032	0.2210	104
	IOSBM	1.1020	0.9355	104
	BETA	2.6822	0.2149	104
	ROA	0.1553	0.1138	104
Total	DEBT	0.7685	0.3972	319
	IOSBM	0.3586	3.1788	319
	BETA	2.6771	0.2326	319
	ROA	-0.0156	0.2192	319

Tabel 2.

Ringkasan Statistik Deskriptif

Variabel	Mean (0)	Mean (1)	Mean (0)&(1)	St.Dev (0)	St.Dev (1)	St.Dev (0)&(1)
<i>Debt</i>	0,897	0,503	0,769	0,4002	0,2210	0,3972
IOSBM	-0,00105	1,102	0,359	3,7678	0,9354	3,1788
BETA	2,675	2,682	2,677	0,2412	0,2148	0,2326
ROA	-0,0982	0,155	-0,0156	0,2099	0,1138	0,2192

tersebut dari semua perhitungan dapat ditunjukkan dalam tabel dibawah ini:

Tabel 2. menunjukkan secara umum bahwa ada perbedaan antara perusahaan yang membagi dividen (1) dan tidak membagi dividen (0) dilihat rata-rata dan standar deviasi-nya. Kelompok perusahaan yang membagi dividen (1) mempunyai rata-rata untuk variabel *IOSBM* (1,102), *Beta* (2,682), *ROA* (0,155) adalah lebih tinggi dari rata-rata kelompok yang tidak membagi dividen, sedangkan untuk variabel lainnya adalah lebih rendah dibandingkan kelompok perusahaan yang tidak membagi dividen, seperti variabel *Debt*.

Kelompok perusahaan dengan kebijakan membagi dividen (1) mempunyai rata-rata *IOSBM* lebih tinggi dibandingkan kelompok yang tidak membagi dividen yaitu sebesar 1,102

sedangkan kelompok yang tidak membagi dividen *IOSBM*-nya sebesar -0,00105 yang berarti bahwa semakin tinggi *IOSBM*, maka kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen adalah semakin besar. Rata-rata *Beta* dari kelompok perusahaan yang membagikan dividen adalah sebesar 2,682 sedangkan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen adalah sebesar 2,675. Berarti semakin tinggi *Beta* maka kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin besar. Rata-rata *return on assets* dari perusahaan yang membagikan dividen adalah sebesar 0,155 sedangkan untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen mempunyai rata-rata sebesar -0,0982. Berarti semakin tinggi *return on assets*, maka kemampuan perusahaan untuk

Tabel 3.  
Uji Equality Rata-rata Kelompok

Variabel	Wilks' Lambda	F
DEBT	0,783	87,642 ***
IOSBM	0,973	8,643 ***
BETA	1,000	0,074
ROA	0,705	132,659 ***

membagikan dividen juga semakin besar.

**Estimasi Group Means**

Dari tabel diatas dapat diketahui bahwa dalam analisis diskriminan dihasilkan F statistik yang signifikansinya dapat dilihat dari kolom ketiga dan kolom keenam yang berasal dari penghitungan one way ANOVA dari tiap-tiap variabel. Karena hanya ada dua kelompok dalam penelitian ini, maka F statistik equivalen dengan t statistik.

Wilk's lambda menyediakan informasi berkenaan dengan perbedaan diantara dua kelompok. Sedangkan F statistik digunakan adalah merupakan rasio dari within groups of sum of square dengan total sum of squares. Interval angka wilk's lambda adalah antara 0 sampai 1,0. Semakin kecil angka wilk's lambda-nya berarti semakin kuat perbedaan antara kelompoknya. Nilai wilk's lambda yang mendekati 1,0 berarti tidak ada perbedaan diantara kelompok.

Dari tabel tests of equality of group means diatas dapat digunakan untuk menguji hipotesis. Dengan tingkat signifikansi  $\alpha=0,05$  (5%) maka ada satu variabel yang tidak signifikan, yaitu variabel beta.

a. Uji untuk kebijakan hutang (*Debt*)

- $H_0: \mu$  tidak membagikan dividen =  $\mu$  membagikan dividen = 0: tidak ada

perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.

- $H_a: \mu$  tidak membagikan dividen  $\neq$   $\mu$  membagikan dividen  $\neq$  0: ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
  - Nilai wilk's lambda-nya adalah sebesar 0,783 dan F test-nya adalah sebesar 87,642 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000.
  - $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, maka memang ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
- b. Uji untuk *Investment Opportunity Sets* (IOSBM)
- $H_0: \mu$  tidak membagikan dividen =  $\mu$  membagikan dividen = 0: tidak ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
  - $H_a: \mu$  tidak membagikan dividen  $\neq$   $\mu$  membagikan dividen  $\neq$  0: ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok

- perusahaan yang tidak membagikan dividen.
- Nilai wilk's lambda-nya adalah sebesar 0,973 dan F test-nya adalah sebesar 8,643 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,004.
- $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, maka memang ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
- c. Uji untuk Beta
  - $H_0: \mu$  tidak membagikan dividen =  $\mu$  membagikan dividen = 0: tidak ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
  - $H_a: \mu$  tidak membagikan dividen  $\neq$   $\mu$  membagikan dividen  $\neq$  0: ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
  - Nilai wilk's lambda-nya adalah sebesar 1,000 dan F test-nya adalah sebesar 0,074 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,786.
  - $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak, maka tidak ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
- d. Uji untuk Return On Assets (ROA)
  - $H_0: \mu$  tidak membagikan dividen =  $\mu$  membagikan dividen = 0: tidak ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.
  - $H_a: \mu$  tidak membagikan dividen  $\neq$   $\mu$  membagikan dividen  $\neq$  0: ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.

- Nilai wilk's lambda-nya adalah sebesar 0,705 dan F test-nya adalah sebesar 132,659 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,000.
- $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima, maka memang ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Dari penjelasan diatas dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa memang ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen dengan menggunakan variabel *Debt*, *IOSBM* dan *ROA*. Akan tetapi pada variabel beta, tidak ada perbedaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dengan kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen.

#### Estimasi Model Analisa Diskriminan Dan Penilaian Kesesuaian Keseluruhan Metoda *Stepwise*

Estimasi model *stepwise* merupakan kombinasi seleksi *forward* dan *backward* yang digunakan untuk menghitung fungsi diskriminan. Metode *stepwise* ini merupakan metode yang sering dipakai jika variabel independen-nya mempunyai korelasi yang sangat tinggi. Pendekatan *stepwise* dimulai dengan pemilihan variabel diskriminan terbaik. Setiap langkah dalam penghitungan variabel ditambahkan ataupun dipindahkan.

#### Variables Not in the Analysis.

Untuk memahami seleksi variabel dalam *stepwise*, kita perlu melihat kembali tabel *variable not in the analysis* (Tabel 5.4.) dan *variable in the analysis* (Tabel 5.5.). Pada langkah 0 dari tabel diatas, variabel *return on assets* (ROA) mempunyai F to enter terbesar (132,659) dan mempunyai wilk's lambda terkecil yaitu sebesar (0,705) serta mempunyai nilai Mahalanobis  $D^2$  terbesar (1,893). Maka SPSS kemudian memasukkan variabel ROA dalam model pertamanya.

Tabel 4

Variables Not in the Analysis antara kelompok DDIV=1 dan DDIV=0

Step	Var	Tolerance	Min. Tolerance	F to Enter	Min. D Squared	Wilks' Lambda
0	DEBT	1,000	1,000	87,642	1,250	0,783
	OSBM	1,000	1,000	8,643	0,123	0,973
	BETA	1,000	1,000	0,074	0,001	1,000
	ROA	1,000	1,000	132,659	1,893	0,705
1	DEBT	0,693	0,693	9,018	2,076	0,685
	IOSBM	0,852	0,852	1,849	1,930	0,701
	BETA	1,000	1,000	0,010	1,893	0,705
2	IOSBM	0,623	0,507	11,279	2,312	0,662
	BETA	0,917	0,635	0,985	2,096	0,683
3	BETA	0,914	0,481	0,660	2,326	0,660

Pada langkah 1 dalam Tabel 5.4. dapat dilihat bahwa variabel kebijakan hutang (*Debt*) mempunyai F statistik terbesar (9,018) dan wilk's lambda terkecil (0,685) serta mempunyai nilai Mahalanobis D<sup>2</sup> terbesar (2,076). Maka SPSS kemudian memasukan variabel tersebut dalam model keduanya.

Pada langkah 2 dalam Tabel 4. dapat dilihat bahwa variabel *Investment Opportunity Sets Book to Market* (IOSBM) mempunyai F statistik terbesar (11,279) dan wilk's lambda terkecil (0,662) serta mempunyai nilai Mahalanobis D<sup>2</sup> terbesar (2,312). Maka SPSS kemudian meng-enter variabel tersebut dalam model ketiganya.

Pada langkah terakhir dalam Tabel 4., variabel yang tersisa adalah variabel Beta. Pada langkah ini, *tolerance* untuk variabel Beta adalah sangat rendah, yaitu sebesar 0,914.

**Variables In the Analysis.**

Dari tiap-tiap variabel dalam Tabel 5., *F-to-remove* dan *Wilk's lambda* sangat

berguna untuk menggambarkan apa yang terjadi jika variabel dipindahkan dari model yang sedang dianalisa. Maka, *Wilk's lambda* untuk variabel entering adalah sama dengan *Wilk's lambda* untuk *full model* pada langkah sebelumnya. *F to remove* statistik untuk variabel *enter* adalah sama dengan F ratio yang dimasukkan pada langkah berikutnya.

Pada langkah ketiga, variabel yang tersisa adalah variabel ROA, *Debt*, dan IOSBM. Ketiga variabel tersebut adalah variabel yang dapat menjelaskan dividen: yaitu apakah perusahaan akan membagikan dividen ataukah perusahaan tidak akan membagikan dividen.

Dari Tabel 5 dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa kekuatan pembeda (*discriminatory power*) dari variabel adalah terletak pada variabel ROA, *Debt*, dan IOSBM.

**Eigenvalue**

*Eigenvalue* adalah merupakan ratio antara *between group sum of square* dengan

Tabel 5.

Variables in the Analysis antara kelompok DDIV=1 dan DDIV=0

Step	Var	Tolerance	F to Remove	Min. D Squared	Wilks' Lambda
1	ROA	1,000	132,659		
2	ROA	0,693	45,177	1,250	0,783
	DEBT	0,693	9,018	1,893	0,705
3	ROA	0,690	46,823	1,427	0,760
	DEBT	0,507	18,638	1,930	0,701
	IOSBM	0,623	11,279	2,076	0,685

*within groups* atau *error sum of squares*, yaitu sebesar 0,511. *Canonical correlation* adalah menunjukkan hubungan diantara skore diskriminan dan kelompok. Hasil *Eigenvalue* menunjukkan bahwa nilai *canonical correlation* adalah sebesar 0,582 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa kebijakan dividen dapat dijelaskan dengan variabel independen ROA, *Debt*, dan IOSBM.

Wilk's Lambda

Wilk's Lambda adalah merupakan proporsi dari *total variance* dalam skore diskriminan yang tidak dapat dijelaskan dengan perbedaan diantara kelompok. Hasil Wilks' Lambda menunjukkan besaran 66,2%, sehingga dapat dikatakan bahwa ada sebesar 66,2% dari varian tidak dapat dijelaskan oleh *group differences*. Lambda digunakan untuk menguji hipotesis null yang berarti bahwa variabel yang digunakan untuk menguji tiap-tiap kelompok diskriminan itu valid. Sebagai alat *test size*, *lambda* diubah menjadi variabel dengan *approximate chi-square distribution* dengan *chi-square* nya sebesar 130,272 yang mengindikasikan ada perbedaan yang signifikan antara dua kelompok diskriminan.

Functions at Group Centroid

*Within group* dihitung dari tiap-tiap variabel *canonical*. Skore variabel *canonical* untuk kelompok yang tidak membagikan dividen adalah sebesar 0,496 dan untuk kelompok yang membagikan dividen adalah sebesar -1,025.

Dari fungsi pada group centroid ini, *cutoff value* dapat dihitung. Sebelum

membuat matrik klasifikasi, maka *cutoff value* harus dihitung terlebih dahulu. Metode *cutoff value* merupakan suatu metode untuk membagi skore diskriminan menjadi dua. *Optimal cutting score* tergantung pada tingkat *equality of size* dari kelompok diskriminan.

Penelitian ini mempunyai ukuran sampel yang tidak sama. Rumus dari *cutoff value* adalah sebagai berikut:

$$Z_{CU} = \frac{(N_1 Z_2 + N_2 Z_1) Z}{N_1 + N_2}$$

Dari tabel *classification result*, ditemukan bahwa  $N_1=215$ ;  $N_2=104$ ;  $Z_1=0,496$ ;  $Z_2=-1,025$  maka dapat dihitung *cutoff score*-nya:

$$-0,53 = \frac{(215 \times -1,025) + (104 \times 0,496)}{215 + 104}$$

Jika nilai Z (Z-score) berada diatas -0,53 berarti termasuk kedalam perusahaan yang membagikan dividen dan jika nilai Z berada dibawah -0,53 berarti perusahaan tersebut termasuk kedalam perusahaan yang tidak membagikan dividen.

*Fisher's linear discriminant functions* digunakan untuk mengklasifikasikan observasi. Dalam metode klasifikasi, nilai observasi dari variabel independen dimasukkan dalam fungsi klasifikasi. Penghitungan skor dari tiap kelompok dihitung untuk observasi. Perkiraan fungsi untuk kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen adalah:

$$13,154 \text{ Debt} + 0,767 \text{ IOSBM} + 5,995 \text{ ROA} - 6,297.$$

Classification Function Coefficient

Tabel 6.

Koefisien untuk masing-masing kelompok DDIV=1 dan DDIV=0

Variabel	DDIV	
	0	1
DEBT	13,154	10,690
IOSBM	0,767	0,570
ROA	5,995	12,139
Konstanta	-6,297	-4,639

Perkiraan fungsi untuk kelompok perusahaan yang membagikan dividen adalah:

$$10,690 \text{ Debt} + 0,570 \text{ IOSBM} + 12,139 \text{ ROA} - 4,639$$

Karena hanya ada dua kelompok, maka untuk menghitung nilai persamaan diskriminan digunakan *coefficients of Fisher's discriminant*, dan akhirnya didapatkan fungsi yang membedakan kelompok perusahaan yang membagi dividen dan kelompok perusahaan yang tidak membagi dividen sebagai berikut:

$$Z = (13,154 - 10,690) \text{ Debt} + (0,767 - 0,570) \text{ IOSBM} + (5,995 - 12,139) \text{ ROA} + (-6,297) - (-4,639)$$

ada sejumlah 215 perusahaan yang tidak membagikan dividennya, dan 104 perusahaan yang membagikan dividen. Diantara 215 perusahaan yang tidak membagikan dividen tersebut, 167 (*hit ratio* = 77,7%) adalah benar dimasukkan ke dalam klasifikasi perusahaan yang tidak membagikan dividen, akan tetapi ada sebesar 48 (*hit ratio* = 22,35) yang salah klasifikasi dimasukkan ke dalam perusahaan yang membagikan dividen.

Tabel 7. juga menunjukkan dari 104 perusahaan yang membagikan dividen sebanyak 88 (*hit ratio* = 84,6%) benar dimasukkan ke dalam klasifikasi perusahaan yang membagikan dividen, dan sebesar 16 (*hit ratio* = 15,4%) yang salah klasifikasi dimasukkan ke dalam perusahaan yang tidak membagikan dividen. Secara umum terdapat sekitar 79,9% dari *original group* dan 79,3% *cross*

Tabel 7. Hasil Klasifikasi 319 Observasi

Sebanyak 319 observasi dengan 215 observasi tidak membagikan dividen dan 104 observasi membagikan dividen.

Dividen		Prediksi		Total
		0	1	
DDIV	0	167	48	215
	1	16	88	104
DDIV (%)	0	77,7%	22,3%	100%
	1	15,4%	84,6%	100%

$$Z = 2,464 \text{ Debt} + 0,197 \text{ IOSBM} - 6,144 \text{ ROA} - 1,658$$

*validated grouped cases* yang benar dalam pengklasifikasiannya.

#### Hasil Klasifikasi

(0) adalah untuk kelompok perusahaan yang tidak membagikan dividen, sedangkan (1) adalah untuk kelompok perusahaan yang membagikan dividen. Hasil klasifikasi pada Tabel 7. dapat diketahui bahwa

#### Validasi Hasil

Langkah terakhir dalam analisis diskriminan adalah validasi hasil. Validasi hasil ini digunakan sebagai prediktor keakuratan hasil analisis. *Holdout sample* dibentuk dari *original sample* dan digunakan sebagai *internal validity*. Total observasi yang

digunakan adalah sebesar 532 observasi. Jumlah observasi yang digunakan dalam analisis diskriminan sebesar 319 observasi (60% dari 532) sedangkan jumlah sampel yang digunakan sebagai *holdout* adalah sebesar 213 observasi (40% dari 532).

Uji validitas dengan *holdout sample* sebanyak 213 observasi juga menjalani langkah-langkah yang sama dengan 319 (60%) observasi utama sehingga diperoleh hasil validasi yang diharapkan mendukung model diskriminan utama (319 observasi). Tabel 8. menunjukkan hasil klasifikasi untuk *holdout* sampel dengan 213 observasi.

Tabel 8. menunjukkan sejumlah 153 perusahaan yang tidak membagikan dividennya, dan 60 perusahaan yang membagikan dividen. Diantara 153 perusahaan yang tidak membagikan dividen tersebut, 106 (hit ratio = 69,3%) adalah benar dimasukkan ke dalam klasifikasi perusahaan yang tidak membagikan dividen, akan tetapi ada sebesar 47 (hit ratio = 30,7) yang misklasifikasi dimasukkan ke dalam perusahaan yang membagikan dividen.

Tabel 8. juga menunjukkan 60 perusahaan yang membagikan dividen, ada sebesar 53 (hit ratio = 88,3%) benar dimasukkan ke dalam klasifikasi perusahaan yang membagikan dividen, dan sebesar 7 (hit ratio = 11,7%) yang misklasifikasi dimasukkan kedalam perusahaan yang tidak membagikan dividen.

Model diskriminan utama dengan 319 observasi memiliki hasil klasifikasi dan *equality test of groups means* (Tabel 3. dan Tabel 9. menunjukkan bahwa Beta untuk 319 observasi dan 213 observasi (*holdout sample*) tidak signifikan). yang sama dengan model *holdout sample* dengan 213 observasi sehingga dapat disimpulkan bahwa model diskriminan valid.

**KESIMPULAN DAN SARAN**

**Kesimpulan**

Dari hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan variabel spesifik perusahaan antara kelompok perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Diantara

**Tabel 8. Hasil Klasifikasi 213 Observasi**

Sebanyak 213 observasi dengan 153 observasi tidak membagikan dividen dan 60 observasi membagikan dividen.

Dividen		Prediksi		Total
		0	1	
DDIV	0	106	47	153
	1	7	53	60
DDIV (%)	0	69,3%	30,7%	100%
	1	11,7%	88,3%	100%

**Tabel 9. Uji Equality of Groups Means Holdout Sample**

Variabel	Wilks' Lambda	F
DEBT	0,869	31,928 ***
IOSBM	0,963	8,168 ***
BETA	0,999	0,115
ROA	0,888	26,647 ***

Tingkat signifikansi (\*\*\*) 1%, (\*\*) 5%, dan (\*) 10%



keempat variabel yang dianalisis yaitu kebijakan hutang (*Debt*), *Investment Opportunity Sets* (IOSBM), Beta, dan Return On Assets (ROA) ternyata hanya terdapat tiga variabel saja yang mempunyai *discriminatory power* terhadap dividen. Ketiga variabel tersebut adalah kebijakan hutang (*Debt*), *Investment Opportunity Sets* (IOSBM), dan *Return On Assets* (ROA).

Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh kebijakan utang, kesempatan investasi dan ROA. Perusahaan dalam memutuskan kebijakan dividen akan mempertimbangkan ketiga faktor tersebut. Beta tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Temuan mengenai beta mengindikasikan bahwa informasi beta merupakan informasi yang penting hanya bagi investor yang akan berinvestasi dalam perusahaan. Berdasarkan konsep CAPM maka investor akan lebih memperhatikan beta sebagai risiko sistematis investasi yang tidak berkurang karena diversifikasi.

Saran

1. Manajemen sebelum mengambil keputusan untuk melakukan kebijakan dividen sebaiknya mempertimbangkan variabel kebijakan utang, ROA dan kesempatan investasi dimasa datang.
2. Investor yang mengharapkan return dari *dividend yield* dapat mengidentifikasi variabel spesifik perusahaan seperti ROA, utang dan IOS sebagai dasar penentuan investasi saham.
3. Penelitian dimasa depan sebaiknya menggunakan risiko yang menjadi perhatian manajemen atau perusahaan, yaitu risiko tidak sistematis. Kemungkinan risiko tidak sistematis mempunyai pengaruh terhadap dividen karena risiko yang spesifik pada perusahaan. Penelitian

selanjutnya sebaiknya menguji secara lebih spesifik hubungan antara kebijakan dividen dengan kebijakan utang, ROA dan kesempatan investasi misalnya untuk menguji hipotesis *pecking order*, dan atau teori keagenan. Hal ini berguna untuk menguatkan model penelitian dividen dengan menggunakan model statistis yang berbeda seperti 3 *State Least Square*, ataupun *Generalized Methods of Moment* (GMM).

#### DAFTAR RUJUKAN

- Bathala C.T., K.P. Moon, dan R.P. Rao, 1994, *Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective*, **Financial Management** 23, 38-50.
- Bhattacharya, S., 1979, *Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy*, **Bell Journal of Economics** 10, Spring, 259-270.
- Benartzi, Shlomo, Roni Michaely, dan Richard H. Thealer, 1997, *Do Changes in Dividend Signal The Future or The Past?*, **Journal of Finance**, 1007-1034.
- Blume, M.E., 1980, *Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence*, **Review of Economics and Statistics** 62, 567-577.
- Blume, M.E., 1969, *Stock Return and Dividend Yield: Some More Evidence*, **The Review of Economics and Statistics**, 567-577.
- Cooper dan Schindler, 2001, **Business Research Methods**, 7<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill International Edition, Singapore.
- Gaver, J.J., dan K.M. Gaver, 1993, *Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies*,

- Journal of Accounting and Economics*, 125-160.
- Gordon, M.J., 1959, Dividends, Earnings, and Stock Prices, *The Review of Economics and Statistics*, 784-812.
- Joseph E. Hair, Jr., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, dan William C. Black., 1998, **Multivariate Data Analysis**, Prentice-Hall, Inc., 5<sup>th</sup> ed., New Jersey.
- Ismiyanti, F., 2004, Struktur Kepemilikan, Risiko, dan Kebijakan Keuangan: Analisis Persamaan Simultan, **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, G.R., D.P. Solberg dan T.S. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 247-263.
- Lintner, J., 1956, Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economics Review*, 97-113.
- Lintner, J., 1962, Dividend, Earnings, Leverage, Stock Prices, and The Supply of Capital to Corporations", *Review of Economics and Statistics*, 243-269.
- Litzenberger, R.H., dan K. Ramaswamy, 1979, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- Mahadwartha, P.A., 2002, "Interdependensi antara Kebijakan Pembiayaan dengan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan," **Simposium 6 April 2002 Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi**, STIE - Yogyakarta.
- Mahadwartha, P.A., dan J. Hartono, 2002, "Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen," **Simposium Nasional Akuntansi 2002**, Universitas Diponegoro Semarang.
- Markowitz, H., 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7(1), March, 77-91.
- Miller, M.H. dan F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, 411-433.
- Mossin, J., 1966, Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica* 24, 768-783.
- Sharma, Subhash., 1996, **Applied Multivariate Techniques**, John Willey and Sons, Inc., Singapore.
- Sharpe, William F, 1964, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk, *Journal of Finance* 19(3), September, 425-442.
- Tandelilin, E., 2003, Analisis Interdependensi Kebijakan Leverage, Dividen dan Kepemilikan Manajerial: Perspektif Keagenan, **Working paper**, QUE Manajemen, Universitas Gadjah Mada, 1-61.