

Foreign Institutional Ownership and Dividend Policy

Kepemilikan Institusional Asing dan Kebijakan Dividen

***Luluk Muthoharoh, Rahmat Heru Setianto**

Department of Management, Faculty of Economics and Business, Universitas Airlangga, Surabaya, Indonesia.

Correspondence*:

Address: Jl. Airlangga No.4 Surabaya 60286, Indonesia | e-mail: lulukmuthoharoh30@gmail.com

Abstract

Increasing institutional investors in manufacturing companies encourage companies to be more wise in making financial decisions, including dividend policy. Dividend policy related to profits earned by the company will be distributed to shareholders in the form of dividends or saved as retained earnings for reinvestment purposes. This study aims to examine the effect of foreign institutional ownership on dividend policy. This research was conducted on manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during 2013-2017, with a total of 466 observations. The Generalized Method of Moment (GMM) logistic regression and dynamic panel data estimation model was used in this study, with the dependent variable being dividend policy and the independent variable being ownership of foreign institutions. The study shows that foreign institutional ownership has a positive effect on dividend policy.

Keywords: Foreign Institutional Ownership, Dividend, Dividend Payer.

JEL Classification: G38, G30

1. Pendahuluan

Keputusan mengenai dividen menjadi salah satu isu penting dalam manajemen keuangan. Hal tersebut yakni berkaitan dengan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau disimpan dalam bentuk laba ditahan untuk melakukan kegiatan investasi yang lebih menguntungkan bagi perusahaan. Brigham & Ehrhardt (2011) berpendapat bahwa perusahaan lebih sering membagikan dividen dalam bentuk dividen kas sehingga pertumbuhan dividen akan bergantung pada profitabilitas, investasi dari modal operasi dan utang yang dimiliki perusahaan. Pihak manajemen dituntut untuk bisa mengambil keputusan yang optimal sehingga antara dividen yang dibagikan sekarang dengan pertumbuhan di masa mendatang bisa seimbang.

Manajer ditunjuk oleh para pemegang saham untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui keputusan-keputusan yang diambil, namun sering kali dalam menjalankan tugasnya manajer menyalahgunakan kewenangan yang dimiliki. Manajer bertindak bukan untuk kepentingan perusahaan melainkan untuk kepentingan individu atau pribadi. Akibat dari adanya perbedaan kepentingan tersebut, maka timbul permasalahan yang sering disebut sebagai konflik keagenan (*agency conflict*).

Salah satu cara yang dapat dilakukan untuk mengatasi konflik keagenan adalah dengan melibatkan investor institusi untuk memonitor perusahaan, baik institusi domestic maupun asing. Beberapa penelitian yang berkaitan dengan pengaruh investasi institusi asing terhadap kebijakan dividen menyatakan bahwa investor asing dapat meningkatkan pemantauan dan kualitas tata kelola perusahaan di negara berkembang yang memiliki lembaga institusi hukum yang lemah. Tingkat kepemilikan institusi yang tinggi dapat mendorong investor untuk melakukan pengawasan yang lebih ketat. Adanya pengawasan yang ketat maka dapat mengurangi risiko penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajer. Rata-rata proporsi kepemilikan institusional asing pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2017 terus mengalami kenaikan. Hal tersebut menunjukkan adanya potensi akan kenaikan kepemilikan institusional asing pada periode-periode berikutnya.

Sama halnya dengan kepemilikan institusi asing, mereka dianggap mampu mengatasi konflik keagenan. Para investor asing bisa melakukan pengawasan yang lebih baik karena mereka memiliki pengetahuan tentang pengawasan yang baik. Dengan demikian, penyelewengan-penyelewengan yang akan dilakukan oleh manajer dapat berkurang bahkan tidak ada (Najjar dan Kilincarslan, 2015). Lebih jauh yaitu dividen dapat dibayarkan dan kesejahteraan pemegang saham tercapai akibat nilai perusahaan yang semakin meningkat.

Rata-rata dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2017 yaitu mengalami kenaikan. Hal tersebut menunjukkan bahwa terdapat potensi kenaikan pembayaran dividen pada periode-periode berikutnya. Potensi kenaikan tersebut seiring dengan kenaikan kepemilikan institusional asing yang mana hal itu menjadi menarik untuk diteliti.

Terdapat beberapa studi empiris yang membahas mengenai dividen, beberapa diantaranya yakni tata kelola perusahaan dan kebijakan dividen (Zhang, 2008), tata kelola perusahaan dan kebijakan dividen (Adjaoud & Ben-Amar, 2010), serta kepemilikan pemerintah dan kebijakan dividen (Ben-Nasr, 2015). Berdasarkan beberapa studi empiris tersebut menunjukkan bahwa penelitian mengenai kepemilikan institusional asing dan kebijakan dividen masih kurang

menjadi perhatian untuk diteliti. Penelitian terkait topik kepemilikan institusional asing dan kebijakan dividen sebelumnya dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016) dan Yunus (2018).

Berdasarkan studi empiris yang relevan dengan penelitian ini, peneliti ingin melakukan pengembangan terkait kepemilikan institusional asing dan kebijakan dividen. Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yunus (2018) menggunakan metode analisis dengan teknik regresi linier berganda dan logistik. Pada penelitian ini selain mengubah pengukuran pada variabel dependen, peneliti juga menambah metode analisis yakni Generalized Method of Moment (GMM) untuk mengetahui apakah ada pengaruh antara kepemilikan saham institusi asing dan kebijakan dividen.

2. Tinjauan Literatur dan Pengembangan Hipotesis

Pengertian dan Pengukuran Dividen

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham yang mana dapat dibayarkan dalam bentuk kas atau saham dan biasanya diterbitkan setiap triwulan (Shim & Siegel, 2007). Keputusan dividen adalah bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Hal ini karena besar kecilnya dividen yang dibagikan kepada investor akan mempengaruhi besar kecilnya laba ditahan, yang mana laba ditahan merupakan salah satu sumber dana internal perusahaan (Sudana, 2015).

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak bisa terpisahkan dari keputusan pendanaan perusahaan. Hal tersebut karena aspek utama dari kebijakan dividen adalah pengalokasian laba yang tepat untuk pembayaran dividen dan penambahan laba untuk ditahan perusahaan (Horne, James, & Wachowicz, 2007). Kebijakan dividen yang optimal pada suatu perusahaan adalah yang dapat menciptakan suatu keseimbangan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga dapat memaksimalkan harga saham (Brigham & Houston, 2012).

Terdapat beberapa teori yang menjelaskan tentang kebijakan dividen, yaitu sebagai berikut:

1. Dividend Irrelevance Theory

Modigliani dan Miler (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dilihat berdasarkan besar kecilnya dividend payout ratio (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan tingkat risiko suatu perusahaan. Adapun cara membagi arus pendapatan menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

2. Bird in The Hand Theory

Teori yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1963) ini menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka semakin tinggi nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar saham. Hal tersebut karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi oleh para investor.

3. Tax Preference Theory

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberger & Ramaswamy (1982). Menyatakan bahwa hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan adalah negatif. Semakin besar dividen yang dibagikan maka semakin rendah harga pasar perusahaan yang bersangkutan. Hal tersebut terjadi karena ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan capital gain.

4. Clientele Effect Theory

Keown, et. al (2003) menyatakan bahwa clientele (kelompok) investor memiliki pandangan atau preferensi yang berbeda tentang kebijakan dividen perusahaan. Bagi investor yang membutuhkan pendapatan dalam waktu dekat, tentu akan menyukai tingkat dividend payout ratio yang tinggi. Begitu juga sebaliknya.

Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur menggunakan dua pengukuran, yakni dummy dividend payer dan dividend (common dividends over total assets). Dummy dividend payer merupakan variabel dummy yang mana akan bernilai 1 apabila perusahaan membayarkan dividen ke pemegang saham dan akan bernilai 0 apabila perusahaan tidak membayarkan dividen ke pemegang saham. Adapun rasio dividend diukur menggunakan common dividends over total assets (DIV). Common dividends over total assets (DIV) menentukan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap total aset perusahaan.

Agency Theory

Menurut Brigham & Ehrhardt (2014) hubungan keagenan yang utama yakni antara pemegang saham dan kreditor, inside manager (memiliki wewenang atas perusahaan) dan outside manager (tidak memiliki wewenang), serta pemegang saham dan manajer (agen yang ditunjuk). Konflik-konflik yang timbul antara pemilik kepentingan tersebut akan menimbulkan biaya keagenan, yang mana merupakan penurunan nilai perusahaan sebagai akibat dari konflik keagenan. Pada perusahaan yang berbentuk perseroan biasanya telah dilakukan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemisahan tersebut menunjukkan adanya hubungan kerja sama antara pihak yang menyertakan modal ke perusahaan dan memberi wewenang yaitu pemilik atau pemegang saham dengan pihak yang diberi kewenangan untuk mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan yaitu manajer. Pemisahan di antara pihak pemilik dengan pihak pengelola (manajemen) merupakan prinsip dasar dari teori keagenan, dimana tidak bisa dihindari akan adanya kemungkinan perbedaan kepentingan antara pemilik dengan pihak manajemen. Lebih jauh yaitu harapan dari pemilik adalah manajemen bisa bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Teori keagenan bisa timbul karena masing-masing pihak bertindak untuk kepentingannya sendiri. Pada suatu keputusan investasi, pemilik perusahaan menginginkan hasil yang dapat meningkatkan nilai saham perusahaan, tetapi hasil yang tinggi juga memiliki risiko yang besar. Pemilik perusahaan tentu ingin mengambil peluang tersebut karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berbeda dengan manajer, dalam hal ini manajer tidak satu pendapat dengan pemilik saham, manajer lebih memilih suatu keputusan yang memiliki risiko rendah untuk

mempertahankan posisinya di perusahaan. Apabila investasi tersebut tidak dilaksanakan, maka pemilik kehilangan peluang yang menguntungkan. Konflik keagenan dapat dikurangi dengan adanya good corporate governance, sehingga agency cost juga akan berkurang. Jensen & Meckling (1976) menjelaskan biaya keagenan ke dalam tiga jenis, yaitu:

1. Biaya pengawasan, merupakan biaya yang dikeluarkan untuk melakukan pengawasan kepada para agen dalam menjalankan tugasnya di perusahaan.
2. Biaya perjanjian/ikatan, merupakan biaya yang dikeluarkan untuk menjamin bahwa agen tidak akan bertindak yang dapat merugikan pemilik. Begitu juga sebaliknya pemilik akan memenuhi kewajibannya untuk memberikan kompensasi atas tindakan yang dilakukan oleh agen.
3. Biaya kerugian residual, merupakan biaya yang didapat karena kerugian menurunnya nilai pasar akibat hubungan keagenan yang ikut mempengaruhi berkurangnya kesejahteraan pemegang saham.

Kepemilikan Institusional dan Pengukurannya

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham suatu perusahaan oleh suatu institusi atau lembaga. Tingkat kepemilikan institusi yang tinggi akan mengakibatkan timbulnya pengawasan yang lebih besar dari pihak investor sehingga dapat menghalangi sikap opportunistic manajer (Machmud & Djakman, 2008). Mursalim (2007) berpendapat bahwa kepemilikan institusi dapat mengurangi masalah keagenan dengan meningkatkan proses pengawasan. Artinya pemegang saham institusi juga memiliki opportunity, resources, dan expertise untuk ikut serta dalam menganalisis kinerja manajemen perusahaan.

Ada dua macam kepemilikan institusional, yaitu kepemilikan institusional domestik dan kepemilikan institusional asing. Kepemilikan institusional asing merupakan proporsi saham biasa perusahaan yang dimiliki oleh badan hukum yang berstatus luar negeri atau bukan berasal dari Indonesia. Kepemilikan asing dapat menjadi salah satu pendukung mekanisme corporate governance, di mana perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar akan dapat meningkatkan persaingan pasar. Dengan adanya peningkatan persaingan tersebut, maka perusahaan dipaksa untuk terus melakukan peningkatan dalam corporate governance agar terjadi keselarasan antara kepentingan manajer, investor, dan stakeholders lainnya. Menurut Tandililin (2012), kepemilikan asing pada perusahaan memiliki reputasi yang baik dan mampu mengimplementasikan good corporate governance dengan lebih baik dibandingkan investor domestik.

Pengaruh Kepemilikan Institusional Asing terhadap Dividen

Menurut Jensen & Meckling (1976) kepemilikan institusional yang tinggi akan memberikan pengawasan yang lebih intensif sehingga menghindari perilaku opportunistic dari manajer perusahaan, seperti memberikan laporan mengenai laba yang dapat memberikan keuntungan secara pribadi bagi manajer perusahaan. Dengan demikian, dapat diketahui bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional pada suatu perusahaan maka pengawasan dari eksternal juga akan semakin kuat. Hal tersebut juga dapat mengurangi biaya keagenan yang akan timbul akibat konflik keagenan (Dewi, 2008).

Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap dividend. Perusahaan dengan kepemilikan saham asing yang lebih tinggi akan membayar dividen lebih banyak dan sebaliknya. Hal tersebut menunjukkan bahwa investor institusional akan memilih untuk berinvestasi di perusahaan dengan dividen yang lebih tinggi, dan kepemilikan saham institusional asing dapat meningkatkan pembayaran dividen perusahaan.

H1: Kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

3. Data dan Metodologi

Model Analisis

Mengacu pada hipotesis dalam penelitian ini, untuk menghadapi masalah endogenitas yang mana dapat berdampak pada kepemilikan asing dan kebijakan dividen, maka model analisis GMM (Generalized Method of Moment) yaitu sebagai berikut:

$$DIV_{i,t} = \alpha + \alpha_1 DIV_{i,t-1} + \alpha_2 ForShare_{i,t} + \alpha_3 MarketBook_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 CashHoldings_{i,t} + \alpha_6 ROE_{i,t} + \alpha_7 LEVE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Selain itu dividen juga diukur dengan variabel dummy dividend payer, sehingga model analisis yang digunakan adalah metode regresi logistik dengan model sebagai berikut:

$$DivPay_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 ForShare_{i,t} + \alpha_2 MarketBook_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 CashHoldings_{i,t} + \alpha_5 ROE_{i,t} + \alpha_6 LEVE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan:

α : Koefisien dari masing-masing variabel

ForShare: Kepemilikan institusional asing perusahaan

DIV: Dividen perusahaan

MarketBook: Market to Book Ratio perusahaan

Size: Ukuran perusahaan

CashHoldings: Kas ditahan perusahaan

ROE: Profitabilitas perusahaan

LEVE: Rasio utang perusahaan

ε : Error term.

Kriteria Sampel

Prosedur penentuan sampel pada penelitian ini menggunakan metode purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2017 dan tidak mengalami delisted selama periode penelitian.
2. Perusahaan telah menerbitkan laporan keuangan dengan menggunakan mata uang rupiah selama periode penelitian.

Definisi Operasional

Definisi operasional dari masing-masing variabel (variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol) yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Dividend

Pada penelitian ini, dividen diukur menggunakan dua pengukuran yaitu sebagai berikut:

- a. Dividen per total aset, yaitu rasio antara dividen yang dibayarkan dan total aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini dapat diukur dengan rumus.
- b. Dummy dividend payer, yaitu variabel dummy yang mana akan bernilai 1 jika perusahaan membayarkan dividen dan akan bernilai 0 jika selain itu.

2. Kepemilikan Institusional Asing

Kepemilikan institusional asing (ForShare) yakni diukur dengan jumlah saham yang dimiliki institusi asing dibagi jumlah saham yang beredar. Variabel ini dapat dihitung dengan rumus.

3. Market to Book Ratio (M/B)

Market to Book Ratio merupakan rasio antara nilai pasar saham dan nilai buku perusahaan. Rasio ini mengukur penilaian pasar keuangan terhadap manajemen perusahaan. Variabel ini dapat dihitung dengan rumus.

4. Firm Size

Firm size menunjukkan besar kecil perusahaan yang dapat diukur dengan logaritma natural total aset perusahaan. Variabel ini dapat dihitung dengan rumus.

5. Cash Holding

Cash holding menunjukkan jumlah kas dan setara kas setelah dibagi dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan, dapat dihitung dengan rumus.

6. Return on Equity (ROE)

Return On Equity (ROE) yakni diukur menggunakan rasio laba setelah pajak terhadap total ekuitas. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus.

7. Leverage (LEVE)

Leverage yaitu diukur dengan rasio total hutang terhadap total aset. Rasio ini dapat dihitung dengan rumus.

4. Hasil dan Pembahasan

Deskripsi Hasil Penelitian

Deskripsi hasil penelitian mencakup nilai minimum, nilai maksimum, rata-rata tiap variabel, median, dan standar deviasi. Variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini meliputi dividend yang diukur dengan common dividend per total asset dan dummy dividend payer sebagai variabel dependen, proporsi kepemilikan institusional asing (Forshare) sebagai

variabel independen, serta variabel kontrol meliputi market to book ratio (M/B), firm size (Size), cash holding, rasio profitabilitas (ROE), dan leverage.

Berdasarkan dari 466 observasi yang dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa dividend memiliki rata-rata sebesar 0,028, dengan nilai minimum 0,000 dan nilai maksimum sebesar 0,685. Adapun untuk variabel dependen kedua yakni dividend payer yang diukur menggunakan dummy memiliki nilai rata-rata sebesar 0,506. Dummy dividend payer akan bernilai 1 apabila perusahaan membayar dividen dan bernilai 0 apabila tidak membayar dividen, sehingga nilai minimum dan maksimum dari dummy dividen payer adalah masing-masing 0,000 dan 1,000. Lebih jauh, hasil olah statistik untuk variabel independen yaitu kepemilikan institusional asing (forshare) memiliki nilai rata-rata sebesar 0,188 dengan nilai minimum 0,000 dan nilai maksimum sebesar 0,963. Secara rinci, lihat pada Tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Stdev.	Median
<i>Dividend</i>	466	0,000	0,685	0,028	0,067	0,002
<i>Dummy Dividend</i>	466	0,000	1,000	0,506	0,500	1,000
ForShare	466	0,000	0,963	0,188	0,274	0,000
M/B	466	0,012	11,955	1,405	2,491	0,591
<i>Size</i>	466	8,942	19,505	14,251	1,634	14,077
<i>Cash Holding</i>	466	0,000	0,694	0,099	0,120	0,050
ROE	466	-9,639	2,350	0,096	0,498	0,099
<i>Leverage</i>	466	0,040	3,029	0,508	0,378	0,472

Sumber: Hasil output SPSS Statistics 24

Analisis Model dan Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi logistik dan Generalized Method of Moment (GMM) terhadap perusahaan manufaktur periode 2013-2017 antara variabel dependen yaitu dividen yang diukur dengan dua pengukuran yakni dividen per total aset dan dummy dividend payer terhadap variabel independen yaitu kepemilikan institusional asing. Tingkat signifikansi (α) yang digunakan yaitu sebesar 1%, 5%, dan 10%, sehingga apabila nilai p-value atau signifikansi menunjukkan angka di bawah atau sama dengan α maka H0 ditolak dan H1 diterima. Namun apabila nilai p-value atau signifikansi menunjukkan angka di atas α maka H0 diterima dan H1 ditolak. Berdasarkan hasil analisis model regresi logistik, dapat dilakukan uji hipotesis sebagai berikut:

Kepemilikan institusional asing menunjukkan angka sebesar 0,534 dan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,036, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Market to book ratio menunjukkan angka sebesar 0,125 dan nilai probabilitas kesalahan berada di atas α yaitu sebesar 0,304, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak yang berarti market to book ratio tidak berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Ukuran perusahaan (firm size) menunjukkan angka sebesar

1,969 dengan nilai probabilitas kesalahan berada di bawah α yaitu sebesar 0,000, sehingga dapat disimpulkan H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti bahwa ukuran perusahaan (firm size) berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Cash holding menunjukkan angka sebesar 5,346 dan nilai probabilitas kesalahan berada di bawah α yaitu sebesar 0,001, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti cash holding berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Return on Equity (ROE) menunjukkan angka sebesar 9,474 dengan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,000. Hal tersebut menunjukkan H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti ROE berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Leverage menunjukkan angka sebesar -4,310 dan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,000, sehingga H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti leverage berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Secara rinci dapat dilihat pada Tabel 2.

Adapun hasil analisis model regresi Generalized Method of Moment (GMM), dapat dilakukan uji hipotesis sebagai berikut:

Kepemilikan institusional menunjukkan angka sebesar 0,006 dan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,083, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Market to book ratio menunjukkan angka sebesar 0,011 dan nilai probabilitas kesalahan berada di bawah α yaitu sebesar 0,000, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak yang berarti market to book ratio tidak berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Ukuran perusahaan (firm size) menunjukkan angka sebesar

0,002 dengan nilai probabilitas kesalahan berada di bawah α yaitu sebesar 0,023, sehingga dapat disimpulkan H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti bahwa ukuran perusahaan (firm size) berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Cash holding menunjukkan angka sebesar -0,007 dan nilai probabilitas kesalahan berada di atas α yaitu sebesar 0,373, sehingga dapat disimpulkan bahwa H0 diterima dan H1 ditolak yang berarti cash holding tidak berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Return on Equity (ROE) menunjukkan angka sebesar -0,002 dengan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,043. Hal tersebut menunjukkan H0 diterima dan H1 ditolak yang berarti ROE tidak berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Leverage menunjukkan angka sebesar -0,036 dan nilai probabilitas kesalahan di bawah α yaitu sebesar 0,008, sehingga H0 ditolak dan H1 diterima yang berarti leverage berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Secara rinci lihat pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Estimasi Regresi

	Regresi Logistik		Regresi <i>Generalized Method of Moment (GMM)</i>	
	Koefisien	Signifikan	Koefisien	Signifikan
L. Dividend			0,358	0,000***
ForShare	0,534	0,036**	0,006	0,083*
M/B	0,125	0,304	0,011	0,000***
Size	1,969	0,000***	0,002	0,023**
Cash Holding	5,346	0,001***	-0,007	0,373
ROE	9,474	0,000***	-0,002	0,043**
Leverage	-4,310	0,000***	-0,036	0,008***
Constant	-11,671	0,000***		
AR (1)			-1,980	0,048
AR (2)			-0,620	0,538
Sargan test			301,200	0,000
Hansen test			12,190	0,094

Keterangan: *** $p < 0,01$, ** $< 0,05$, * $< 0,1$

Sumber: Hasil Output SPSS *Statistics 24* dan STATA

Pembahasan Hasil Penelitian

Pengaruh Kepemilikan Institusional Asing terhadap Kebijakan Dividen

Hasil dari olah data regresi logistik menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional asing dan kebijakan dividen yang mana diukur menggunakan dummy dividend payer. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan institusional asing pada perusahaan manufaktur di Indonesia, maka semakin besar probabilitas suatu perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh (Baba, 2009), yang mana penelitian tersebut menjelaskan bahwa kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap dividend payer. Adapun hasil yang didapatkan dari olah data menggunakan *Generalized Method of Moment (GMM)* menunjukkan bahwa kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang mana dividen diukur menggunakan dividen per total aset. Hal ini menunjukkan bahwa peningkatan kepemilikan institusional asing dalam sebuah perusahaan, menjadikan perusahaan tersebut meningkatkan jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016), yang mana penelitian tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap dividen.

Pengaruh Faktor-Faktor Lain terhadap Kebijakan Dividen

Dalam penelitian ini ditemukan bahwa market to book ratio berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, baik pada dummy dividend payer maupun dividen per total aset. Market to book merupakan rasio yang digunakan untuk melihat peluang investasi. Peluang investasi yang besar, mendorong perusahaan untuk membayar dividen lebih sedikit karena laba yang dihasilkan digunakan untuk membiayai investasi. Namun beberapa perusahaan berfikir bahwa dengan adanya peluang investasi yang baik, maka perusahaan juga ingin membangun reputasi yang baik di mata investor melalui pembayaran dividen yang tinggi. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Firth, Gao, Shen, & Zhang (2016), yang menyimpulkan bahwa pengaruh market to book ratio terhadap kebijakan dividen adalah positif, walaupun secara logika seharusnya market to book ratio berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Firm size berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, baik yang diukur menggunakan proxy dummy dividend payer maupun dividen per total aset. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran suatu perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham. Hal tersebut karena perusahaan yang telah memiliki aset besar akan mengurangi kegiatan investasi untuk menambah aset perusahaan, sehingga keuntungan yang didapat cenderung digunakan untuk membayar dividen yang lebih besar kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Cash holding berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Apabila suatu perusahaan memiliki kas yang besar, maka investor akan meminta agar kas yang dimiliki dibayarkan dalam bentuk dividen. Hal tersebut bertujuan untuk menghindari penyalahgunaan yang mungkin dilakukan oleh manajer akibat adanya kas yang terlalu besar. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016), yang mana hasil tersebut menyimpulkan bahwa cash holding berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Return on Equity (ROE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi adalah perusahaan yang mampu mengelola modal yang dimiliki dengan efektif dan efisien sehingga mampu menghasilkan laba yang besar. Semakin besar laba yang dihasilkan, maka semakin besar probabilitas perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Pada hasil uji GMM, profitabilitas menunjukkan pengaruh negatif terhadap dividen. Hal tersebut karena perusahaan dengan profitabilitas tinggi lebih memilih untuk melakukan investasi dengan harapan mendapatkan return yang lebih besar. Perusahaan tetap membagikan dividen kepada pemegang saham, hanya saja besarnya cenderung lebih sedikit dibandingkan pada perusahaan yang tidak melakukan reinvestasi. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016), hasil tersebut menyimpulkan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan rasio utang yang tinggi, akan memiliki beban tetap yang tinggi juga, sehingga arus kas bebas akan

berkurang. Hal tersebut mengakibatkan pembayaran dividen lebih sedikit karena kas perusahaan dialokasikan untuk membayar beban tetap yang dimiliki. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Cao, Du, & Hansen (2016), yang mana penelitian tersebut menunjukkan bahwa leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

5. Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis regresi logistik dan regresi data panel (*generalized method of moment*) yang dilakukan dengan sampel penelitian yakni perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan institusional asing berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen yang diukur menggunakan proxy dummy dividend payer dan dividen per total aset. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin besar perusahaan dimiliki oleh institusional asing, maka semakin besar kemungkinan perusahaan membayar dividen. Semakin besar kepemilikan institusional asing pada suatu perusahaan, maka semakin besar jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel kontrol market to book ratio tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan firm size, cash holding, dan profitabilitas (ROE) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Adapun variabel kontrol leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Sesuai dengan hasil penelitian yang dihasilkan, maka saran yang diberikan yakni sebagai berikut. Bagi investor, baik institusi maupun masyarakat secara luas, sebelum melakukan kegiatan investasi tentu banyak hal yang dijadikan sebagai pertimbangan. Sesuai dengan hasil penelitian ini, peneliti menyarankan agar investor memperhatikan banyaknya kepemilikan institusi asing yang ada pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini membuktikan bahwa kepemilikan institusional asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini patut diperhatikan oleh para investor karena dapat memberikan keuntungan di masa depan. Bagi peneliti selanjutnya, saran yang dapat diberikan adalah apabila ingin mengembangkan penelitian ini maka sebaiknya pengembangan lingkup atau sasaran penelitian. Penelitian ini hanya dilakukan di lingkup perusahaan manufaktur, alangkah baiknya apabila penelitian ini dikembangkan di bidang perbankan misalnya. Tujuannya adalah agar diketahui perbandingan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur dan perbankan, serta mengetahui bagaimana pengaruh kepemilikan institusional asing terhadap kebijakan dividen pada sektor perbankan. Dengan demikian, hasilnya akan lebih luas dan dapat digeneralisasikan.

Daftar Pustaka

- Adjaoud, F., & Ben-Amar, W. (2010). Corporate Governance and Dividend Policy. *Journal of Business Finance & Accounting*, 648-667.
- Ahmady, G. A., Mehrpour, M., & Nikooravesh, A. (2016). Organizational Structure. *Social and Behavioral Sciences*.

- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some test of spesification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economics Studies*, 277-297.
- Baba, N. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 163–174.
- Baum, C. F. (2006). *An introduction to modern econometrics using Stata*. College Station, Tex: Stata Press.
- Ben-Nasr, H. (2015). Government Ownership and Dividend Policy. *Journal of Business Finance and Accounting*, 665-704.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *Journal of Economics*, 259-270.
- Bollan, B. (2006). The Effect of Ownership Structure on Corporate Restructuring. *Strategic Management Journal*, 15-31.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2014). *Financial Management: Theory and Practice 14th Edition*. South-Western: Cengage Learning.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2012). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan: Buku 1 Edisi Kesebelas*. Jakarta: Salemba Empat.
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. O. (2016). Foreign institutional investors and dividend policy: Evidence from China. *International Business Review*, 1-12.
- Cao, L., Du, Y., & Hansen, J. O. (2016). Foreign Institutional Investors and Dividend Policy: Evidence from China. *International Business Review*, 1-12.
- Chang, & Ree. (1990). Growth, Earning Variability, Nondebt Tax Shields, Firm Size, and Profitaility. *Research in Security Price Working Paper*, 1-38.
- Croteau, A. M., & Bergeron, F. (2001). An information technology trilogy: business strategy, technological deployment and organizational. *The journal of strategic information systems*, 77-79.
- Croteau, A. M., & Bergeron, F. (2001). An information technology trilogy: business strategy, technological deployment and organizational. *The journal of strategic information systems*, 77-99.
- Damalina, A., & Setiawan. (2016). Pemodelan Penyerapan Tenaga Kerja Sektor Industri di Indonesia dengan Pendekatan Regresi Data Panel Dinamis. *Jurnal Sains dan Seni ITS*, 217-222.
- De Cenzo, D. A., & P Robbins, C. S. (2012). *Fundamental of Management 8th Edition*. Prentice Hall.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan AKuntansi*.
- Farinha, J. (2003). Dividend Policy, Corporate Governance and the Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 1173-1209.
- Firth, M., Gao, J., Shen, J., & Zhang, Y. (2016). Institutional stock ownership and firms' cash dividend policies: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 91-107.
- Ginglinger, E., & Khaoula, S. (2007). Cash Holdings, Corporate Governance, and Financial Constraints. *Journal of Finance*.
- Gitman, L. J. (2009). *Principles of Managerial Finance*. Boston: Pearson.

- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *Academy of Management*, 5-26.
- Hambrick, D. C. (1983). Some tests of the effectiveness and functional attributes of Miles and Snow's strategic types. *Academy of Management*, 5-26.
- Hatta, A. J. (2002). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, 1-22.
- Horne, V., James, C., & Wachowicz, J. M. (2007). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan: Edisi 12*. Jakarta: Salemba Empat.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*.
- Kim, S., Sul, W., & Kang, S. A. (2010). Impact of Foreign Institutional Investors on Dividend Policy in Korea: A stock market perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 10-26.
- Lee, C., Liang, W., Lin, F., & Yang, Y. (2016). Application of simultaneous equations in finance research: Methods and empirical results. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 943-971.
- Machmud, & Djakman. (2008). Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Luas Pengungkapan Tanggung Jawab Sosial (CSR Disclosure) pada Laporan Tahunan Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi II*.
- March, J. G. (1991). Exploration and Exploitation in Organizational Learning. *Organization Science*, 71-87.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, H. J. (1978). Organizational strategy structure and process. *Academy of Management Review*, 546-562.
- Miles, R. E., Snow, C. C., Meyer, A. D., & Coleman, H. J. (1978). Organizational Strategy Structure and Process. *Academy of Management*, 546-562.
- Mursalim. (2007). Simultansi Aktivisme Institusional, Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen dan Utang dalam Mengurangi Konflik Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi X*.
- Musthikawati, N. (2010). Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen. *Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta*.
- Paramasivan, & Subramanian. (2009). *Financial Management*. New Delhi: New Age International (P) Ltd.
- Pontiff, J., & Schall, L. D. (1998). Book to Market Ratios as Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics*, 141—160.
- Reeves, T. K., & Woodward, J. (1970). The Study of Managerial Control, in Joan Woodward (Ed.), *Industrial Organization: Behavior and Control*. London: Oxford University Press.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2007). Control Structures and Payout Policy. *Journal of Managerial Finance*, 43-64.
- Shim, J. K., & Siegel, J. G. (2007). *Financial Management: Third Edition*. United States of America: The McGraw-Hill Companies.
- Smith, K. G., Guthrie, J. P., & Chen, M. J. (1989). Strategy size and performance. *Organizational Studies*, 63-81.
- Smith, K. G., Guthrie, J. P., & Chen, M. J. (1989). Strategy size and performance. *Organizational Studies*, 63-81.
- Sudana, I. M. (2015). *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sujarweni, V. W. (2014). *Metode Penelitian: Lengkap, Praktis, dan Mudah dipahami*. Yogyakarta: Pustaka Baru Press.

- Tandelilin, E. (2012). Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio: Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: BPF.
- Trisadini Prasastinah Usanti, Leonora Bakarbesy. (2016). Hukum Jaminan. Surabaya: PT Revka Petra Media.
- Tse, T. C. (2018). Corporate Finance the basics. New York: Routledge.
- Wardhani, R. (2007). Mekanisme Corporate Governance dalam Perusahaan yang Mengalami Permasalahan Keuangan. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, 95-114.
- Woidtke, T. (2002). Agents watching agents? evidence from pension fund ownership and firm value. Journal of Financial Economics, 99-131.
- Woodward, J. (1980). Industrial Organization: Theory and Practice. London: Oxford University Press.
- Yunus, A. F. (2018). Pemegang Saham Institusional Asing dan Kebijakan Dividen. Skripsi.
- Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. (1990). Research evidence on the Miles and Snow typology. Journal of Management, 751-768.
- Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. (1990). Research evidence on the Miles and Snow typology. Journal of Management, 751 -768.
- Zhang, H. (2008). Corporate Governance and Dividend Policy. China Economic Review, 437-459.
- www.bps.go.id www.bkpm.go.id www.idx.co.id