

PREDIKSI ARUS KAS BEBAS, KEBIJAKAN UTANG, DAN PROFITABILITAS TERHADAP KEMUNGKINAN DIBAYARKANNYA DIVIDEN

Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks Kompas 100 di Bursa Efek Indonesia

Bram Hadianto

Universitas Kristen Maranatha Bandung
tan_han_sin@hotmail.com

Herlina

Universitas Kristen Maranatha Bandung
fen_ching@hotmail.com

The aim of this research is to know the prediction of some explanatory factors that impact on probability of public company to divide earnings to investor and find the accuracy rate to classify public company become two group based on some explanatory factor. First group is dividend payer's company, and second group is non-dividend payer's company. Some explanatory factors that we used are free cash flow, debt policy, and profitability. We employ logistic regression model as data analysis method. Our sample is taken from the Kompas 100 Index constituent public company in 2007. The results point out both debt policy and profitability are positively relationship with dividend policy and free cash flow has no significant relationship with dividend policy. In addition, the accuracy of all factors that used to classify both dividend payer's company group and dividend non-payer's company group are 69%.

Abstract

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui prediksi beberapa faktor penjelas yang berpengaruh terhadap kemungkinan emiten untuk membagikan laba pada investor dan menemukan tingkat klasifikasi emiten berdasarkan beberapa faktor penjelas tersebut. Emiten terklasifikasi menjadi dua kelompok, kelompok pertama merupakan emiten yang membayarkan dividen, kelompok kedua merupakan emiten yang tidak membayarkan dividen. Arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas merupakan faktor-faktor penjelas yang digunakan dalam penelitian ini. Model regresi logistik digunakan dalam penelitian ini sebagai metode analisis data. Sampel penelitian yang digunakan yaitu emiten pembentuk indeks Kompas 100 yang tercatat pada tahun 2007. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan utang dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tingkat akurasi atas faktor-faktor yang digunakan untuk mengklasifikasi kelompok emiten yang membagi dividen dan kelompok emiten yang tidak membagi dividen yaitu sebesar 69%.



Keywords: kebijakan dividen, kebijakan utang, profitabilitas, model regresi logistik

Kebijakan dividen berbicara mengenai besarnya keuntungan yang dibagikan pada pemegang saham (Hanafi, 2004:8). Dividen ini dapat dibagikan dalam bentuk saham (*stock*) maupun dibayarkan secara tunai (Gitman, 2006:604). Menurut Gitman (2006:605), bagi perusahaan kebijakan dividen dalam bentuk saham (*stock dividend*) memiliki biaya yang lebih tinggi dari pada kebijakan dividen tunai. Lebih tingginya biaya akibat dilaksanakannya kebijakan dividen saham menurut Sartono (2008:297) terletak pada biaya emisi/penerbitan saham yang mahal. Meski demikian, terdapat manfaat yang lebih penting dengan dikeluarkannya biaya tersebut. Perusahaan memberikan sesuatu pada pemilik perusahaan tanpa harus menggunakan kas. Secara umum, hal ini sering dilakukan ketika perusahaan menjaga cadangan dana yang dimilikinya untuk membiayai pertumbuhan secara cepat atas usahanya.

Bagi pemegang saham, kebijakan dividen saham tidak memberikan nilai bagi mereka, kecuali tambahan saham. Namun tambahan saham ini tetap saja menurunkan harga pasar saham mereka. Oleh karena itu, dividen saham tidak memberikan pengaruh bagi kemakmuran pemegang saham. Dividen saham baru meningkatkan kemakmuran pemegang saham apabila perusahaan juga membayarkan dividen secara tunai (Sartono, 2008:296).

Kebijakan dividen yang dibayarkan secara tunai oleh perusahaan memiliki dampak penting bagi banyak pihak yang terlibat di masyarakat. Bagi para pemegang saham/investor, dividen tunai merupakan tingkat pengembalian investasi mereka berupa kepemilikan saham yang diterbitkan

perusahaan lain. Kebijakan dividen kas yang cenderung membayarkan dividen dalam jumlah relatif besar mampu memotivasi investor untuk membeli saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen diasumsikan masyarakat sebagai perusahaan yang menguntungkan (Suharli, 2007).

Dalam table 1, berbeda dengan peneliti yang lain, yang langsung menggunakan rasio utang terhadap ekuitas, Agrawal dan Jayaranam (1994) menggunakan variabel *dummy* utang dengan dua kategori, yaitu kelompok perusahaan publik yang menggunakan utang ($D=1$) dan kelompok perusahaan publik yang hanya menggunakan ekuitas ($D=0$).

Untuk menciptakan dan mempertahankan citra pada masyarakat bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen adalah perusahaan yang menguntungkan, maka beberapa faktor yang mempengaruhinya menjadi sangat penting untuk diidentifikasi dan dikaji. Mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, maka penelitian ini hanya memfokuskan pada tiga faktor penjelas saja untuk diteliti. Ketiga faktor penjelas tersebut yaitu *arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas*. Ketiga faktor penjelas ini digunakan mengingat pada hasil penelitian sebelumnya masih ditemukan ketidakkonsistenan arah pengaruh faktor penjelas. Tabel 1 memperlihatkan perbedaan arah hasil temuan para peneliti terdahulu pada keempat faktor penjelas tersebut.

Arus Kas bebas dan Kebijakan Dividen

Agrawal dan Jayaranam (1994) maupun

Tabel 1. Ketidakkonsistenan Hasil Temuan Terdahulu Mengenai Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen

Nama Peneliti	Arus Kas Bebas (FCF)	Kebijakan Utang (DER)	Profitabilitas (ROA)
Rozeff (1982)	n.a.	n.a.	n.a.
Llyod, Jahera, dan Page (1985)	n.a.	n.a.	n.a.
Agrawal dan Jayaranam (1994)	Negatif (Tidak Signifikan)	Negatif (Signifikan)	n.a.
Wibowo dan Erkaningrum (2002)	n.a.	Negatif (Signifikan)	Negatif (Signifikan)
Dhailami (2006)	n.a.	n.a.	Negatif (Tidak Signifikan)
Kusuma (2006)	n.a.	Negatif (Signifikan)	n.a.
Al-Malkawi (2007)	n.a.	Negatif (Signifikan)	n.a.
Suharli (2007)	n.a.	n.a.	Positif (Signifikan)
Anil dan Kapoor (2008)	n.a.	n.a.	Positif (Tidak Signifikan)
Bukhori (2008)	n.a.	Negatif (Tidak Signifikan)	Positif (Signifikan)
Dewi (2008)	n.a.	Negatif (Signifikan)	Negatif (Signifikan)
Kouki (2009)	Negatif (Tidak Signifikan)	Positif (Tidak Signifikan)	Positif (Signifikan)
Kouki dan Guizani (2009)	Positif (Signifikan)	Negatif (Tidak Signifikan)	n.a.
Marpaung dan Hadiano (2009)	n.a.	n.a.	Positif (Signifikan)

Keterangan: n.a. = variabel tidak diteliti, tidak signifikan = tidak berpengaruh sekalipun memiliki tanda positif dan negatif.

Kouki (2009) menemukan arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan Kouki dan Guizani (2009) berhasil menemukan terdapatnya hubungan positif antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen.

Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

Hubungan negatif antara kebijakan utang dengan kebijakan dividen berhasil ditemukan Agrawal dan Jayaranam (1994), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Kusuma (2006), Al-Malkawi (2007), Dewi (2008), sedangkan hasil temuan Bukhori (2008), Kouki (2009) maupun Kouki dan Guizani

(2009) menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Wibowo dan Erkaningrum (2002) maupun Dewi (2008) menemukan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kedua hasil penelitian ini berlawanan dengan temuan Suharli (2007), Bukhori (2008), Kouki (2009), maupun Marpaung dan Hadiano (2009) yang menemukan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan keempat hasil temuan peneliti

tersebut, Dhailami (2006) maupun Anil dan Kapoor (2008) menemukan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini dilakukan pada emiten pembentuk Indeks Kompas 100 mengingat berdasarkan hasil pengamatan, tidak semua emiten/perusahaan publik yang tergabung dalam indeks ini membayar dividen pada tahun 2007. Tahun 2007 digunakan mengingat Indeks Kompas ini dirilis di tahun 2007, tepatnya pada tanggal 10 Agustus (Hartono, 2008:103). Terlihat pada Tabel 2, terdapat 58 emiten yang tidak membayar dividen, sedangkan 42 emiten lainnya membayar dividen. Seratus emiten pembentuk Indeks Kompas 100 ini terklasifikasi pada sembilan sektor industri yang meliputi: (1) aneka industri, (2) industri barang dan konsumsi, (3) industri dasar dan kimia, (4) infrastruktur, utilitas dan transportasi, (5) keuangan,

(6) perdagangan, jasa, dan investasi, (7) pertambangan, (8) pertanian, (9) properti, real estate, dan konstruksi bangunan.

Mengingat terdapat kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen yang bertindak sebagai variabel terikat, maka penelitian mengenai keterkaitan serangkaian faktor penjelas yang dipakai dalam penelitian ini dapat diakomodir dengan menggunakan model prediksi keanggotaan kelompok, yaitu model regresi logistik (lihat Kuncoro, 2007:235). Keistimewaan model regresi logistik yang tidak dimiliki oleh model regresi berganda dengan *ordinary least square* (OLS) yang digunakan Rozeff (1982), Llyod, Jahera, dan Page (1985), Agrawal dan Jayaraman (1994), Dhailami (2006), Suharli (2007), Anil dan Kapoor (2008), Bukhori (2008), Dewi (2008), Marpaung dan Hadiano (2009), model OLS 3 tahap yang digunakan Wibowo dan

Erkaningrum (2002), maupun model Tobit yang digunakan oleh Kusuma (2006), Al-Malkawi (2007), Kouki (2009), Kouki dan Guizani (2009) terletak pada kemampuannya dalam mengukur ketepatan/akurasi klasifikasi pengelompokan emiten yang membayar dividen dan yang tidak membayar dividen berdasarkan faktor penjelas yang digunakan.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui arah prediksi arus kas bebas, kebijakan utang, profitabilitas terhadap kemungkinan dibayarkannya dividen, dan mengetahui besarnya akurasi/ketepatan pengklasifikasian kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen berdasarkan arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas. Penelitian ini disusun dengan urutan penyajian sebagai berikut. Bagian *pertama* menyajikan kerangka teori dan pengembangan hipotesis mengenai keterkaitan antara arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas dengan kebijakan dividen. Bagian *kedua* mengetengahkan metode penelitian yang digunakan. Adapun penjelasan metode penelitian mencakup jenis penelitian, operasionalisasi variabel penelitian, data dan sampel, metode analisis data. Bagian *ketiga* mengetengahkan hasil penelitian dan pembahasan. Hasil penelitian yang dimaksud meliputi deskripsi statistika variabel penelitian, hasil pengujian asumsi model regresi logistik, hasil estimasi model regresi logistik, hasil pengujian hipotesis penelitian dan pembahasan, serta penyajian hasil akurasi klasifikasi pengelompokan emiten berdasarkan faktor penjelas yang digunakan. Bagian *keempat* berisi mengenai kesimpulan hasil penelitian dan saran relevan yang ditunjukkan bagi investor, emiten, dan peneliti selanjutnya.

Arus Kas Bebas dan Kebijakan Dividen

Arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor (penyedia utang/kreditur dan penyedia ekuitas/pemilik) setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan mengcover dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih (Gitman, 2006:113). Ketika organisasi menghasilkan aliran kas bebas dalam jumlah yang sangat besar, maka terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer (Jensen, 1986). Manajer ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut (Hanafi, 2004:367). Kelebihan aliran kas tersebut cenderung digunakan manajer untuk meningkatkan kekuasaannya melalui investasi yang berlebihan dan pengeluaran yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan (*excessive perquisites*) (Sartono, 2001) seperti membeli lukisan, peralatan kantor, mobil/kendaraan, dan tempat peristirahatan (Ang, Cole, dan Lin, 2000). Untuk mengatasi konflik atas kendali arus kas tersebut, pemegang saham dapat saja menetapkan kebijakan pembayaran dividen yang tinggi. Dengan demikian, kendali atas arus kas bebas tidak lagi berada di tangan manajer namun sudah berpindah ke tangan pemegang saham dalam bentuk dividen (Easterbrook, 1984; Crutchley dan Hansen, 1989).

Hasil temuan Kouki dan Guizani (2009) mengkonfirmasi bahwa arus kas bersih berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa arus kas bersih dapat dijadikan sebagai faktor yang membedakan kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen. Dengan demikian, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut.

Tabel 2. Hasil Pengamatan Pada Emiten Yang Membayar Dividen dan Emiten Yang Tidak Membayar Dividen Yang Menjadi Pembentuk Indeks Kompas 100 Berdasarkan Sektor Industri Pada Tahun 2007

Sektor Industri	Jumlah Emiten	Jumlah Emiten Yang Bayar Dividen	Jumlah Emiten Yang Tidak Bayar Dividen
Aneka Industri	4	3	1
Industri Barang Konsumsi	9	6	3
Industri Dasar dan Kimia	17	5	12
Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	10	2	8
Keuangan	18	10	8
Perdagangan, Jasa, dan Investasi	16	8	8
Pertambangan	9	5	4
Pertanian	5	3	2
Properti, Real Estate, dan Konstruksi Bangunan	12	0	12
Keseluruhan	100	42	58

Sumber: Lampiran 1 yang diolah.

H₁: *Semakin tinggi arus kas bebas maka semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen.*

Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen

Keputusan pendanaan bertujuan untuk memperoleh dana dengan biaya yang paling murah (Hanafi, 2004:3). Sumber dana tersebut dapat berasal dari bank maupun pasar modal. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan obligasi maupun saham (Husnan, 2001:4). Ketika perusahaan melakukan peminjaman uang lewat bank maupun penerbitan obligasi lewat masyarakat (Husnan, 2001:4) maka perusahaan harus berkomitmen untuk membayarkan bunga beserta pokok pinjamannya secara periodik (Al-Malkawi, 2007). Namun pada kenyataannya, semakin tinggi utang maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami kebangkrutan (Hanafi, 2003:309). Risiko yang tinggi ini mendorong perusahaan untuk menjaga aliran kasnya untuk membayar utang beserta pokok pinjamannya sehingga perusahaan menurunkan pembayaran dividen pada pemegang saham (Al-Malkawi, 2007). Perusahaan yang tidak membayar dividen diprediksi memiliki rasio utang yang tinggi karena harus berkonsentrasi dalam membayar bunga dan pokok pinjamannya sedangkan perusahaan yang membayar dividen diperkirakan memiliki rasio utang yang rendah.

Dalam penelitiannya, Agrawal dan Jayaraman (1994), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Kusuma (2006), Al-Malkawi (2007), maupun Dewi (2008) menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan

dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan utang dapat dijadikan sebagai faktor yang membedakan kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen. Dengan demikian, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut.

H₂: *Semakin tinggi rasio utang maka semakin kecil kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen.*

Profitabilitas dan Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (Hanafi, 2004:42) sekaligus juga sebagai indikator utama yang menunjukkan kapasitas perusahaan dalam membayarkan dividen (Anil dan Kapoor, 2008). Semakin tinggi laba maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992). Perusahaan yang tidak membayar dividen diprediksi memiliki profitabilitas yang rendah karena memiliki aliran kas yang rendah sedangkan perusahaan yang membayar dividen diprediksi memiliki profitabilitas yang tinggi.

Beberapa hasil temuan studi empirik seperti yang dilakukan oleh Wibowo dan Erkaningrum (2002), Suharli (2007), maupun Anil dan Kapoor (2008), Bukhori (2008) mengkonfirmasi bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengindikasikan bahwa profitabilitas dapat dijadikan sebagai faktor yang membedakan kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen. Dengan demikian, maka dapat dirumuskan hipotesis

penelitian sebagai berikut.

H₃: *Semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen.*

METODE

Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan yaitu penelitian pengujian hipotesis. Menurut Hermawan (2006:18), jenis penelitian ini berusaha untuk menjelaskan sifat dari suatu hubungan atau pengaruh tertentu. Hipotesis yang dipakai dalam penelitian ini yaitu hipotesis kausalitas. Hartono (2004:44) menyatakan hipotesis kausal sebagai hipotesis yang menyatakan hubungan satu variabel yang menyebabkan perubahan variabel lainnya.

Operasionalisasi Variabel Penelitian

Terdapat dua jenis variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu variabel variabel terikat dan bebas. Dalam penelitian ini, kebijakan dividen menjadi variabel terikatnya. Kebijakan dividen ini diproksi dengan variabel boneka dua kategori (D_DIV). Kategori yang dimaksudkan yaitu kategori kelompok emiten yang membayar dividen selanjutnya diberi kode 1 (D_DIV=1) dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen, yang selanjutnya diberi kode 0 (D_DIV=0). Adapun variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut.

a. *Arus kas bebas/free cash flow (FCF)*. Arus kas bebas merupakan selisih antara arus kas operasional bersih dengan nilai keseluruhan nilai bersih investasi, baik dalam aktiva tetap maupun aktiva lancar (Gitman, 2006:113). Untuk memperjelas perhitungan

arus kas bebas (FCF) ini, maka dapat ditelusuri perhitungannya dengan menggunakan persamaan rumus yang dikemukakan oleh Gitman (2006:111-113) yaitu:

$$FCF = OCF - NFAI - NCAI \quad (1)$$

dimana: OCF = NOPAT + Depresiasi
NFAI = Perubahan dalam aktiva tetap bersih (ΔNFA) + Depresiasi
NCAI = Perubahan dalam Aktiva Lancar – Perubahan dalam Kewajiban Lancar

Dengan demikian, maka FCF dapat disederhanakan dengan rumus pada persamaan (2)

$$\begin{aligned} FCF &= NOPAT + Depr - (\Delta NFA + Depr) \\ &\quad - NCAI \\ &= NOPAT + Depr - \Delta NFA + Depr \\ &\quad - NCAI \\ &= NOPAT - \Delta NFA - NCAI \quad (2) \end{aligned}$$

Keterangan: OCF = *operational cash flow* (arus kas operasi); NFAI = *net fixed asset investment* (investasi dalam aktiva tetap bersih); NCAI = *net current asset investment* (investasi dalam aktiva lancar bersih). Mengikuti Agrawal dan Jayaraman (1994), maka *free cash flow* dalam penelitian ini diproksi dengan menggunakan perbandingan antara *free cash flow* dengan total asset yang dimiliki perusahaan.

b. *Kebijakan utang*. Mengikuti Al-Malkawi (2007), kebijakan utang diproksi dengan DER (*debt equity ratio*). Menurut Shim dan Siegel (1987:28), rasio ini merupakan perbandingan antara total kewajiban dengan total ekuitas pemegang saham.

c. *Profitabilitas*. Profitabilitas didefinisi-

kan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba berdasarkan penjualan, total aktiva, dan total ekuitas (Hanafi, 2004:42). Mengikuti Dewi (2008), Suharli (2007), Marpaung dan Hadiano (2009), maka profitabilitas diproksi dengan *return on asset* (ROA). Menurut Hanafi (2004:42), ROA merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total aktiva.

Data dan Sampel

Unit analisis dalam penelitian ini adalah emiten/perusahaan publik. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu semua emiten yang menjadi pembentuk Indeks Kompas 100 pada tahun 2007. Adapun keseluruhan nama emiten dapat dilihat pada Lampiran 1.

Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu model regresi logistik. Model regresi logistik berguna untuk menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan menggunakan variabel bebasnya (Ghozali, 2007:225). Model regresi ini digunakan jika variabel terikatnya merupakan variabel yang memiliki skala non metrik sedangkan variabel bebasnya dapat berbentuk skala metrik maupun skala non metrik (Hartono, 2004:141). Menurut Ghozali (2007:4-5), skala metrik dapat berbentuk skala interval maupun skala rasio, dan skala non metrik dapat berbentuk skala nominal maupun skala ordinal.

Dalam penelitian ini, variabel terikat yang digunakan berskala nominal karena variabel ini hanya membedakan kelompok emiten, baik kelompok emiten yang

membayarkan dividen maupun kelompok yang tidak membayarkan dividen. Variabel bebas/penjelas yang digunakan semuanya berskala metrik. Adapun model regresi logistik yang dimaksudkan yaitu:

$$D_DIV_i = b_0 + b_1FCFTAR_i + b_2DER_i + b_3ROA_i + e_i \quad (3)$$

Keterangan:

D_DIV = variabel boneka dua kategori, bernilai 1 jika perusahaan membagi dividen, bernilai 0 jika perusahaan tidak membagi dividen.

FCFTAR = arus kas bersih

DER = kebijakan utang

ROA = profitabilitas.

e = error/residual

b_1, b_2, b_3 = parameter/koefisien regresi.

i = *cross section unit*: perusahaan-perusahaan yang tergabung dalam indeks Kompas 100.

Pengujian Hipotesis Penelitian

Semua hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan uji statistik Wald. Uji ini dilakukan dengan langkah-langkah sebagai berikut:

- A. Membandingkan nilai probabilitas (*p-value*) statistik Wald dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Apabila nilai probabilitas statistik Wald < 5%, maka pengujian hipotesis menunjukkan hasil yang signifikan, dan sebaliknya jika nilai probabilitas statistik Wald \geq 5%
- B. Apabila pengujian terhadap parameter ($b_1, b_2,$ dan b_3) menunjukkan hasil yang signifikan, barulah arah prediksi FCF, DER, dan ROA terhadap kemungkinan perusahaan membayar dividen dinyatakan sesuai dengan ekspektasi tanda koefisien regresi/parameter yang bersangkutan.

Deteksi Model Asumsi Model Regresi Logistik

Model regresi logistik memiliki beberapa asumsi yang harus dipenuhi seperti tidak terjadi multikolinieritas distribusi data variabel bebas yang tidak normal (Ghozali, 2007:225), varians antar kelompok untuk setiap variabel bebas tidak homogen (Hair, et al., 1998:314), tidak liniernya hubungan antara probabilitas (p_i) dengan variabel bebas (Ghozali, 2007:228), lolos uji kesesuaian model dengan data yang digunakan (Ghozali, 2007:232). Problem multikolinieritas merupakan salah satu problem yang harus dideteksi ketika model regresi berganda dengan metode *Ordinary Least Square* (OLS) digunakan (Ghozali, 2007:91). Namun jika dikaji lebih jauh, esensi dasar terdapatnya multikolinieritas pada model regresi berganda OLS maupun pada model regresi logistik bukanlah merupakan hal yang berbeda. Baik model regresi berganda OLS dan model regresi logistik, keduanya memiliki kesalahan standar parameter yang diestimasi. Kesalahan standar ini berhubungan dengan varian eror parameter yang diestimasi. Menurut Nachrowi dan Usman (2006:96-97), multikolinieritas menghasilkan varian parameter yang besar. Varian parameter yang besar ini menghasilkan kesalahan standar yang besar pula. Apabila kesalahan standar terlalu besar maka menyebabkan taksiran parameter menjadi tidak signifikan. Dengan kata lain, dengan adanya multikolinieritas, taksiran parameter yang seharusnya tidak bias menjadi bias.

Deteksi multikolinieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2007:91) yang kuat/tinggi

(Nachrowi dan Usman, 2006:246-247). Jika terjadi multikolinieritas dalam model regresi, maka hal ini berdampak pada berkurangnya kemampuan prediksi salah satu variabel bebas yang terkena problem multikolinieritas ini (Hair, et al, 1998:156). Menurut pendapat peneliti, terjadinya multikolinieritas dalam konteks model regresi logistik akan menyebabkan ketidakakuratan hasil prediksi matriks klasifikasi yang dibentuk. Ghozali (2007:91) menjelaskan bahwa salah satu cara mendeteksi multikolinieritas yaitu dengan melihat *variance inflation faktor* (VIF). Pada umumnya, menurut Santoso (2005:388), jika nilai VIF > 5, maka sebuah variabel bebas mempunyai persoalan multikolinieritas dengan variabel bebas lainnya.

Deteksi Normalitas

Pada model regresi logistik, tidak perlu dipenuhi asumsi normalitas data pada variabel bebasnya (Ghozali, 2007:225). Untuk memastikan data pada variabel bebas tidak berdistribusi normal, maka uji normalitas Kolmogorov-Smirnov terhadap masing-masing variabel bebas perlu dilakukan. Adapun prosedur pengujian normalitas menurut Ghozali (2007:30) yaitu sebagai berikut.

1. Merumuskan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut.
 H_0 : Data terdistribusi secara normal.
 H_a : Data tidak terdistribusi secara normal.
2. Menetapkan kriteria pengujian hipotesis dengan menggunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 0,05.
 - Jika nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* < tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, maka H_0 ditolak. Ditolaknya H_0 berarti data tidak terdistribusi

secara normal. Menurut Ghozali (2007:225), tidak dipenuhinya asumsi normalitas ini mengindikasikan model regresi logistik ini layak untuk digunakan.

- Jika *Asymp. Sig. (2-tailed)* \geq tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, maka H_0 ditolak. Ditolaknya H_0 berarti data terdistribusi secara normal. Dipenuhinya asumsi normalitas ini mengindikasikan model regresi logistik ini tidak layak digunakan.

Deteksi Homogenitas Varians

Pada model regresi logistik, varians untuk setiap variabel bebas antarkelompok seharusnya tidak bersifat homogen (Hair, et al., 1998:314). Untuk memastikan ketidakhomogenan data, maka digunakanlah prosedur uji homogenitas data. Berikut ini merupakan prosedur pengujian homogenitas data dengan statistik Box's M (Santoso, 2006: 116).

1. Merumuskan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut.
 H_0 : Matriks kelompok varian relatif sama.
 H_a : Matriks kelompok varian berbeda.
2. Mengambil keputusan berdasarkan hasil pengujian statistik Box's M. Jika nilai Sig. F (Box's M) \geq α sebesar 5% maka H_0 diterima yang berarti matriks kelompok varians relatif sama. Jika Sig. F (Box's M) $<$ α sebesar 5% maka H_a diterima yang berarti matriks kelompok varians berbeda.

Deteksi Linieritas

Linieritas ialah keadaan dimana hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen bersifat linier, baik itu positif maupun negatif (Santoso, 2009:192).

Dalam model regresi logistik, linieritas yang dimaksud mengacu pada hubungan nilai prediksi probabilitas (p_i) sebagai variabel terikat dengan FCFTAR, DER, dan ROA sebagai variabel bebasnya. Berdasarkan pendapat Ghozali (2007:228), maka dalam konteks penelitian ini yang menggunakan model regresi logistik, hubungan antara estimasi probabilitas perusahaan membayar dividen (DIV_F) dengan variabel bebas tidak linier. Untuk menguji terdapatnya ketidaklinieran hubungan tersebut maka baik Wahidahwati (2002) maupun Ghozali (2007:118) menyarankan untuk menggunakan uji Ramsey RESET. Berikut ini merupakan langkah-langkah prosedur pengujiannya.

Pertama, yaitu merumuskan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut.

H_0 : Terjadi hubungan linier antara variabel bebas dengan nilai estimasi probabilitas (p_i).

H_a : Tidak terjadi hubungan linier antara variabel bebas dengan nilai estimasi probabilitas (p_i).

Kedua, mencari nilai kesesuaian (*fitted value*) (FITTED) dari variabel terikat pada model regresi. Prosedur ini digunakan dengan metode OLS (*ordinary least square*). Ketiga, mengkuadratkan nilai kesesuaian (FITTED²) dan memasukkan nilai ini sebagai variabel bebas dalam model regresi bersama-sama dengan variabel FCF, DER, dan ROA. Keempat, menjalankan prosedur estimasi regresi berganda OLS dengan menggunakan nilai estimasi probabilitas (DIVF) sebagai variabel terikatnya dan FITTED², FCFTAR, DER, dan ROA sebagai variabel bebasnya.

Kelima, mengambil kesimpulan statistik, yaitu dengan membandingkan nilai probabilitas F-statistik dari uji Ramsey RESET dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Jika nilai probabilitas F statistik $<$ α sebesar 5%, maka H_0 diterima, dan sebaliknya apabila nilai probabilitas F statistik \geq α sebesar 5%.

Penilaian Kesesuaian Model

Terdapat tiga cara penilaian kesesuaian model regresi logistik dengan data yang ada. Ketiga cara tersebut menurut Ghozali (2007:237-238) yaitu dengan melihat penurunan nilai statistik -2 Log Likelihood, kenaikan nilai R^2 Cox dan Snell/nilai R^2 Nagelkerke, dan nilai probabilitas dari statistik Hosmer-Lemeshow.

1. Penurunan nilai -2 Log Likelihood. Penurunan nilai -2 Log Likelihood yang dimaksudkan adalah penurunan nilai sebelum dan setelah adanya variabel bebas dalam model. Selanjutnya selisih nilai -2 Loglikelihood ini dibandingkan dengan nilai χ^2 tabel dengan selisih derajat kebebasan/*degree of freedom* (Δdf), dimana: $\Delta df = df_1 - df_2$.
 - df_1 merupakan jumlah derajat kebebasan sebelum penambahan variabel bebas yaitu sebesar $n-k$, n menunjukkan banyaknya observasi dan k menunjukkan terdapatnya sebuah intersep.
 - df_2 merupakan jumlah derajat kebebasan setelah penambahan variabel bebas yaitu sebesar $n-k$, n menunjukkan banyaknya observasi dan k menunjukkan banyaknya variabel bebas.

Apabila penurunan nilai -2 Log Likelihood $>$ χ^2 tabel, maka dapat

dikatakan penurunan nilai statistik -2 Log Likelihood signifikan, artinya penambahan variabel bebas ke dalam model memperbaiki kesesuaian model, dan sebaliknya jika penurunan nilai statistik -2 Log Likelihood \leq χ^2 tabel.

2. Kenaikan nilai R^2 Cox dan Snell/nilai R^2 Nagelkerke. Nilai R^2 Cox dan Snell yang semakin tinggi menunjukkan semakin besar tingkat kesesuaian model. Namun, nilai ini memiliki keterbatasan, yaitu tidak dapat mencapai nilai maksimum sebesar 1. Untuk alasan inilah, Nagelkerke memodifikasi nilai tersebut. Modifikasi tersebut menghasilkan nilai R^2 Nagelkerke (Hair, et al., 1988:318). Nilai R^2 Nagelkerke dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada model regresi berganda (Ghozali, 2007:238). Hal ini dapat dilihat dari kecenderungan kenaikan kedua nilai ini secara bertahap. Pada tahap I, variabel FCFTAR dimasukkan dalam model. Pada tahap II, variabel FCFTAR dan DER dimasukkan dalam model. Pada tahap III, variabel FCFTAR, DER, dan ROA dimasukkan dalam model.
3. Nilai statistik Hosmer-Lemeshow (H-L) Nilai statistik H-L ini dapat digunakan untuk menilai tingkat kesesuaian model dengan menggunakan kriteria pengujian sebagai berikut (Ghozali, 2007:238).
 - Jika nilai probabilitas dari statistik H-L $<$ α sebesar 5% (nilai statistik H-L signifikan), maka model logistik tidak sesuai dengan data yang ada.
 - Jika nilai probabilitas dari statistik H-L \geq α sebesar 5% (nilai statistik H-L tidak signifikan), maka model logistik sesuai dengan data yang ada.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel kebijakan dividen diproksi dengan variabel boneka dua kategori, yaitu 0 (nol) dan 1 (satu). Kategori 0 (nol) merupakan simbol untuk perusahaan yang tidak membayar dividen, sedangkan kategori 1 (satu) merupakan simbol untuk perusahaan yang membayar dividen. Variabel rasio arus kas bebas terhadap total aktiva (FCFTAR) dan rasio utang terhadap ekuitas (DER), keduanya dinyatakan dalam nilai desimal, sedangkan pengembalian atas total aktiva (ROA) dinyatakan dalam satuan persen. Selengkapnya, statistik deskripsi atas empat variabel tersebut dapat dilihat pada Tabel 3.

Hasil Estimasi Model Regresi Logistik

Tabel 4 merupakan tabel yang menyajikan hasil estimasi model regresi logistik yang menggunakan tiga variabel penjelas: FCFTAR, DER, dan ROA untuk memprediksi kemungkinan perusahaan membagi dividen.

Deteksi Asumsi Model Regresi Logistik

Deteksi Multikolinieritas

Pada Tabel 5, terlihat nilai VIF untuk variabel FCFTAR sebesar 1,242, nilai VIF untuk variabel DER sebesar 1,104, dan nilai VIF untuk variabel ROA sebesar 1,341. Karena nilai VIF untuk masing-masing variabel bebas tersebut berada di bawah nilai 5, maka tidak terjadi problem multikolinieritas untuk masing-masing variabel bebas dalam model regresi logistik.

Deteksi Normalitas

Pada Tabel 6, terlihat nilai Asymp. Sig. (2-tailed) untuk setiap variabel penjelas lebih kecil dari tingkat signikansi (α) sebesar 5%. Dengan demikian, H_0 ditolak. Ini berarti data untuk setiap variabel

penjelas tidak memiliki distribusi normal. Dipenuhinya asumsi ketidaknormalan data untuk setiap variabel penjelas mendukung digunakannya model regresi logistik dalam penelitian ini.

Deteksi Homogenitas Varians

Terlihat pada Tabel 7, nilai signifikansi F dari nilai Box's M sebesar 0,000. Nilai ini lebih kecil dari pada α sebesar 5%. Dengan demikian, H_0 diterima. Hal ini berarti matriks kelompok varians berbeda atau bersifat tidak homogen. Dipenuhinya asumsi tidak homogenya varian untuk setiap variabel bebas antar kelompok, mendukung digunakannya model regresi logistik dalam penelitian ini.

Deteksi Linieritas

Pada Tabel 8, terlihat nilai probabilitas F-statistik sebesar 0,000000. Nilai ini lebih kecil daripada tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Karena pengujian menunjukkan hasil yang signifikan, maka H_0 tidak ditolak. Hal ini berarti tidak terjadi hubungan linier antara variabel bebas dengan nilai estimasi probabilitas (p). Dengan demikian, kondisi ini memenuhi asumsi model regresi logistik yang mensyaratkan terjadinya hubungan tidak linier antara probabilitas dengan variabel bebas yang digunakan (Ghozali, 2007:228).

Penilaian Kesesuaian Model

Tiga cara yang digunakan meliputi penurunan nilai -2 Log Likelihood, kenaikan nilai R^2 Cox dan Snell/nilai R^2 Nagelkerke, serta nilai probabilitas dari statistik Hosmer-Lemeshow.

- (1) Penurunan nilai -2 Likelihood yang dimaksudkan adalah penurunan nilai sebelum dan setelah

Tabel 3. Statistik Deskripsi Variabel Penelitian

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIV	100	0,00	1,00	0,4100	0,49431
FCFTAR	100	-0,72	0,73	-0,0355	0,19239
DER	100	0,12	16,53	2,4975	3,06979
ROA	100	-10,17	88,83	8,7416	14,25576

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 4. Hasil Estimasi Model Regresi Logistik

Variabel	B	Standard Error	Wald	Sig. (p-value)
Konstanta	-1,500	0,425	12,480	0,000
FCFTAR	0,306	1,326	0,053	0,818
DER	0,180	0,078	5,298	0,021
ROA	0,089	0,033	7,208	0,007

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 5. Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel	Variance Inflation Factor
FCFTAR	1,242
DER	1,104
ROA	1,341

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 6. Hasil Uji Normalitas dengan Kolmogorov-Smirnov

Variable		FCFTAR	DER	ROA
N		100	100	100
Normal Parameters (a,b)	Mean	-0,0355	2,4975	8,7416
	Std. Deviation	0,19239	3,06979	14,25576
Most Extreme Differences	Absolute	0,148	0,250	0,261
	Positive	0,148	0,250	0,261
	Negative	-0,124	-0,219	-0,243
Kolmogorov-Smirnov Z		1,480	2,504	2,613
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,025	0,000	0,000
a Test distribution is Normal.				
b Calculated from data.				

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 7. Hasil Uji Homogenitas Varians

Box's M Statistics	F Approx.	df ₁	df ₂	Sig
77,606	12,484	6	50317,973	0,000

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 8. Hasil Uji Linieritas dengan Ramsey RESET

F-statistic	689.6582	Probability	0.000000	
Log likelihood ratio	211.1371	Probability	0.000000	
Test Equation:				
Dependent Variable: DIVF				
Method: Least Squares				
Date: 01/29/10 Time: 22:05				
Sample: 1 100				
Included observations: 100				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.167750	0.003918	42.81300	0.0000
FCFTAR	0.086951	0.012802	6.792061	0.0000
DER	0.073443	0.001580	46.49318	0.0000
ROA	0.029408	0.000649	45.29935	0.0000
FITTED^2	-0.955511	0.036385	-26.26134	0.0000

Sumber: Hasil Pengolahan Data Eviews 5.0

adanya variabel bebas dalam model. Selanjutnya selisih nilai -2 Loglikelihood ini dibandingkan dengan nilai χ^2 tabel dengan selisih derajat kebebasan/*degree of freedom* (df). Banyaknya derajat kebebasan setelah penambahan variabel bebas (df_2) = 100-3 = 97. Banyaknya derajat kebebasan sebelum penambahan derajat kebebasan (df_1) = 100-1 = 99. Dengan demikian, besarnya selisih derajat kebebasan yaitu 99-97= 2. Selengkapnya hasil uji

signifikansi terhadap penurunan nilai -2 Log Likelihood dapat dilihat pada Tabel 9. Pada tabel tersebut, terlihat nilai χ^2 tabel ($\alpha = 5\%$, $\Delta df = 2$) sebesar 5,991465, sedangkan besarnya penurunan nilai -2 Log Likelihood sebesar 17,392. Sesuai dengan yang dikemukakan Ghazali (2007:237), karena penurunan nilai -2 Log Likelihood lebih besar daripada χ^2 tabel, maka dapat dikatakan penurunan nilai statistik -2 Log Likelihood signifikan, artinya

Tabel 9. Hasil Uji Signifikansi Penurunan Nilai -2 Log Likelihood

Langkah	Nilai-2 Log Likelihood	Besarnya Penurunan Nilai -2 Log Likelihood	χ^2 tabel ($\alpha = 5\%$, $\Delta df = 2$)	Kesimpulan
0	135,372			
1	117,440	17,392	5,991465	Penurunan nilai -2Log Likelihood signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0 dan Microsoft Excel 2007

penambahan variabel bebas ke dalam model memperbaiki kesesuaian model.

(1) Kenaikan nilai R^2 Cox dan Snell/nilai R^2 Nagelkerke. Terlihat pada Tabel 10, nilai R^2 Cox dan Snell maupun nilai R^2 Nagelkerke mengalami kenaikan ketika satu per satu variabel penjelas yang digunakan dimasukkan dalam model regresi logistik mulai dari variabel FCFTAR pada tahap I, selanjutnya variabel DER dimasukkan pada tahap II bersama dengan variabel FCFTAR. Pada tahap III, variabel ROA dimasukkan ke dalam model bersamaan dengan variabel penjelas yang ada pada model tahap II. Dengan demikian, setiap peningkatan baik dalam nilai R^2 Cox dan Snell maupun nilai R^2 Nagelkerke mengindikasikan bahwa setiap variabel penjelas memiliki tambahan kontribusi dalam menjelaskan kemampuan model regresi logistik.

(2) Nilai statistik Hosmer-Lemeshow (H-L) Pada Tabel 11, terlihat hasil uji Hosmer dan Lemeshow masih menunjukkan hasil yang tidak signifikan untuk setiap langkah sampai model mengakomodir keseluruhan variabel penjelas yang digunakan. Disebut tidak signifikan karena nilai probabilitas dari statistik H-L lebih besar dari tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Ini berarti model logistik sesuai dengan data yang tersedia.

Hasil Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama menyatakan semakin tinggi arus kas bebas maka semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas statistik Wald untuk variabel FCFTAR sebesar 0,818 (lihat Tabel 4) dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Ternyata nilai probabilitas statistik Wald lebih besar dari 5%. Ini berarti H_1 ditolak. Hasil ini mengindikasikan arus kas bebas tidak dapat

Tabel 10. Nilai R^2 Cox dan Snell, Nilai R^2 Nagelkerke Model Regresi Logistik

Tahap	Variabel Bebas Yang Digunakan	Nilai R^2 Cox dan Snell	Nilai R^2 Nagelkerke
I	FCFTAR	0,030	0,040
II	FCFTAR, DER	0,045	0,060
III	FCTAR, DER, ROA	0,164	0,221

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

Tabel 11. Hasil Uji Hosmer dan Lemeshow

Langkah	Variabel Bebas Yang Digunakan	Nilai Chi-Square	df.	Sig.	Keterangan
1	FCFTAR	9,153	8	0,330	Tidak signifikan
2	FCFTAR, DER	12,454	8	0,132	Tidak signifikan
3	FCTAR, DER, ROA	9,533	8	0,299	Tidak signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen.

Hipotesis kedua menyatakan semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas maka semakin kecil kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas statistik Wald untuk variabel DER dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5% sekaligus melihat arah prediksi yang ditunjukkan oleh koefisien regresi. Pada Tabel 4, terlihat nilai probabilitas statistik Wald sebesar 0,021 dengan koefisien regresi yang menunjukkan arah positif. Karena nilai probabilitas statistik Wald kurang dari 5% maka pengujian atas variabel DER ini menunjukkan hasil yang signifikan. Hal ini berarti semakin tinggi rasio utang, semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Dengan demikian, hipotesis kedua (H_2) yang diajukan ditolak.

Hipotesis ketiga menyatakan semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan membandingkan nilai probabilitas statistik Wald untuk variabel ROA sebesar 0,007 (lihat Tabel 4) dengan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%. Ternyata nilai probabilitas statistik Wald lebih kecil dari 5% dan koefisien regresi menunjukkan arah positif. Ini berarti H_3 tidak ditolak. Dengan kata lain, semakin tinggi ROA maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan membayar dividen.

Pembahasan

Hasil pengujian hipotesis pertama menunjukkan bahwa arus bebas tidak dapat memprediksi perusahaan dalam membayar

dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini mendukung hasil temuan Agrawal dan Jayaram (1994) maupun Kouki (2009). Menurut pendapat peneliti, tidak dapatnya arus kas untuk memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen disebabkan karena dalam penelitian ini, hampir sebagian besar perusahaan memiliki arus kas bebas yang negatif. Secara perhitungan, arus kas bebas yang negatif mungkin saja terjadi, namun pada kenyataannya arus kas bebas yang negatif sebenarnya menunjukkan ketidakadaan arus kas bebas yang tersedia untuk investor, termasuk untuk pemilik ekuitas. Ketidakadaan arus kas ini menyebabkan arus kas bebas ini tidak dapat menjelaskan mengenai faktor pendeterminasi kebijakan dividen. Selain itu juga, alasan lain yang digunakan untuk menjelaskan tidak signifikannya hubungan arus kas bebas dengan kebijakan dividen ini didasari pada pendapat Tarjo (2005) yang menyatakan aliran kas bebas belum mendapat perhatian di Indonesia karena perusahaan yang ada tidak melaporkan keberadaannya secara eksplisit. Kondisi ini berbeda dengan kondisi di Amerika Serikat. Di Amerika Serikat, aliran kas bebas telah mendapat perhatian. Ini dapat dibuktikan dengan dipublikasikannya aliran kas bebas secara berkala oleh lembaga/badan independen seperti *value line investment survey*.

Hasil pengujian hipotesis kedua menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio utang, semakin besar kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Dengan demikian, hasil penelitian ini berlawanan dengan hasil temuan Agrawal dan Jayaram (1994), Wibowo dan Erkaningrum (2002), Kusuma (2006), Al-Malkawi (2007), maupun Dewi (2008).

Hubungan positif antara kebijakan utang dan kebijakan dividen ditenggarai oleh adanya kecenderungan perusahaan yang lebih mengutamakan aspek agunan berupa harta jaminan/*collaterable assets* ketika melakukan pinjaman. Apabila hal ini telah dilakukan, pemberi pinjaman tidak perlu lagi melakukan pembatasan-pembatasan untuk memonitor perilaku manajemen. Dengan demikian, besarnya dana utang dalam struktur modal tidak lagi menyebabkan adanya pembatasan jumlah dividen. Dengan kata lain, perusahaan masih dapat membagikan dividen dalam jumlah yang lebih besar (Sugeng, 2009).

Hasil pengujian hipotesis ketiga menunjukkan semakin tinggi ROA maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan membayar dividen. Dengan demikian, hasil temuan penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Suharli (2007), Bukhori (2008), Kouki (2009), maupun Marpaung dan Hadiano (2009). ROA merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aktiva tertentu (Hanafi, 2004:42). Aktiva yang digunakan dapat berupa aktiva lancar maupun aktiva tetap (Gitman, 2006:13). Semakin tinggi laba yang dihasilkan, maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi (Jensen, Solberg, dan Zorn, 1992). Hasil penelitian ini mengkonfirmasi pendapat Wijorlukito, *et al.* (2003) dalam Suharli (2007) yang menyatakan bahwa dibayarkannya dividen merupakan sinyal keberhasilan perusahaan dalam membukukan profit. Dengan kata lain, kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan.

Ketepatan Pengklasifikasian Kelompok Emiten berdasarkan Variabel Penjelas

Untuk menilai kemampuan prediksi dari model regresi logistik, maka digunakanlah matriks klasifikasi (Hair, *et al.*, 1998:241). Matriks ini menghitung jumlah estimasi perusahaan dikelompokkan secara tepat (*correct*) dan tidak tepat (*incorrect*) (Ghozali, 2007:238) berdasarkan variabel penjelas yang digunakannya (lihat Hair, *et al.*, 1998:318). Matriks ini diciptakan dengan melakukan tabulasi silang pada keanggotaan kelompok aktual dengan keanggotaan kelompok prediksi (Hair, *et al.*, 1998:241).

Terlihat pada Tabel 12, terdapat 59 perusahaan publik yang tidak membayarkan dividen dan 41 perusahaan publik yang membayar dividen.

- Berdasarkan matriks klasifikasi, ternyata terdapat 52 emiten yang diklasifikasikan secara tepat berdasarkan variabel penjelas yang digunakan sebagai emiten yang tidak membayarkan dividen, sedangkan tujuh emiten tidak diklasifikasikan secara tepat sebagai emiten yang tidak membayarkan dividen.
- Berdasarkan matriks klasifikasi, ternyata terdapat 17 emiten yang diklasifikasikan secara tepat berdasarkan variabel penjelas yang digunakan sebagai emiten yang membayarkan dividen, sedangkan 24 emiten tidak diklasifikasikan secara tepat sebagai emiten yang membayarkan dividen.

Dengan demikian, maka besarnya persentase pengklasifikasian dua kelompok perusahaan (emiten membayar dividen

Tabel 12. Matriks Klasifikasi: Pengukur Tingkat Akurasi/ Ketepatan Klasifikasi Berdasarkan Variabel Penjelas Yang Digunakan (FCFTAR, DER, ROA)

Keterangan	Jenis Perusahaan	Anggota Grup Prediksi		Total	
		Perusahaan Tidak Bayar Dividen (DIV=0)	Perusahaan Pembayar Dividen (DIV=1)		
Anggota Grup Aktual	Jumlah (unit)	Perusahaan Tidak Bayar Dividen (DIV=0)	52	7	59
		Perusahaan Pembayar Dividen (DIV=1)	24	17	41
	Jumlah (%)	Perusahaan Tidak Bayar Dividen (DIV=0)	$\frac{52}{59} \cdot 100 = 88,14$	$\frac{7}{59} \cdot 100 = 11,86$	100
		Perusahaan Pembayar Dividen (DIV=1)	$\frac{24}{41} \cdot 100 = 58,54$	$\frac{17}{41} \cdot 100 = 41,46$	100
Tingkat ketepatan akurasi pengelompokan emiten				69%	

Sumber: Hasil Pengolahan Data SPSS 12.0

dan emiten tidak membayar dividen) yang dinyatakan secara benar berdasarkan arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas yaitu sebesar $\frac{52+17}{100} \cdot 100\% = 69\%$.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang dilakukan terhadap sampel yang digunakan, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut. *Pertama*, rasio arus kas bebas terhadap total aktiva sebagai proksi arus kas bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. Hal ini menunjukkan arus kas bebas tidak dapat memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. Dengan demikian, hasil temuan penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Agrawal

dan Jayaranam (1994) maupun Kouki (2009). *Kedua*, rasio utang terhadap ekuitas sebagai proksi kebijakan utang menunjukkan hasil yang signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. *Ketiga*, ROA sebagai proksi profitabilitas menunjukkan hasil yang signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi ROA maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. Dengan demikian, hasil temuan penelitian ini konsisten dengan hasil temuan Suharli (2007), Bukhori (2008), Kouki (2009), maupun Marpaung dan Hadiano (2009). *Keempat*, akurasi/ketepatan pengklasifi-

kasian kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen berdasarkan arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas yaitu sebesar 69%.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, terdapat beberapa saran yang dapat direkomendasikan pada beberapa pihak, seperti emiten, investor, dan peneliti selanjutnya. Bagi pihak emiten, mengingat profitabilitas merupakan variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen, maka perusahaan perlu melakukan manajemen modal kerja/aktiva lancar secara efektif dan melakukan evaluasi kelayakan investasi dalam aktiva tetap. Hendaknya hal tersebut dapat diimplementasikan lewat: (1) perencanaan dan pengendalian atas modal kerja/aktiva lancar yang dimilikinya dan (2) penganggaran modal/aktiva tetap beserta pengendaliannya secara berhati-hati. Dengan adanya penganggaran modal yang dilakukan, maka diharapkan unsur kelayakan dibelinya aktiva tetap dapat dipertanggungjawabkan. Bagi pihak investor dividen memang merupakan salah satu unsur penerimaan investor

dalam berinvestasi saham selain *capital gain* (kenaikan harga saham). Untuk investor yang memiliki preferensi utamanya yaitu dividen, maka pemilihan saham pada Indeks Kompas 100 sebaiknya didasarkan pada nilai ROA dan DER sebagai faktor penjelas yang dapat memprediksi kemungkinan dibayarkannya dividen oleh emiten pembentuk indeks ini sesuai dengan ekspektasi arah kedua variabel ini dalam model regresi logistik yang dibangun. Bagi peneliti selanjutnya, peneliti selanjutnya dapat menggunakan mereplikasi model logistik dalam penelitian ini digunakan pada penelitian dalam sektor lainnya, seperti sektor manufaktur dan sektor keuangan. Kedua sektor ini diusulkan mengingat jumlah emiten yang ada pada sektor ini relatif berjumlah banyak. Jumlah sampel yang banyak dapat meningkatkan presisi kekuatan pengujian secara statistik. Peneliti selanjutnya juga dapat menambahkan variabel penjelas lain yang mempengaruhi kebijakan dividen, seperti rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) sebagai proksi pertumbuhan perusahaan yang melibatkan persepsi pasar, risiko pasar/beta, kepemilikan institusional, maupun ukuran perusahaan. ■

Referensi

- Agrawal, A., & Jayaraman, N.(1994). The Dividend Policies of All Equity Firms: Direct Test of Free Cash Flow Theory. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, No. 2, 139-148.
- Al-Malkawi, H.N. (2007). Determinant of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of Tobit Model. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Vol. 23, No. 2, 44-70.
- Ang, J.S., Cole, R.A., & Lin, J.W. (2000). Agency Cost and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 81-105.
- Anil, K., & Kapoor, S.(2008). Determinant of Dividend Payout Ratio – A Study of Indian Information Technology Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 15, 63-71.
- Bukhori, I. (2008). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kesempatan Bertumbuh, Kebijakan Hutang, Profit, dan Tingkat Risiko Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Manajemen dan Bisnis Utilitas*, Vol. 16, No. 2, 135-143.
- Curtchley, C.E., & Hansen, R.S. (1989). A Test of Agency Theory of Managerial Ownership Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*, Vol. 18, No. 4, 36-46.
- Dewi, S.C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No. 1, 47-58.
- Dhailami, A.F. (2006). *Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2003*. Skripsi tidak diterbitkan. Yogyakarta: Universitas Islam Indonesia.
- Easterbrook, F.H. (1984). Two Agency-Cost Explanation of Dividend. *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, 650-659.
- Ghozali, I. (2007) *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L.J.(2006) *Principles of Managerial Finance*. New York: Addison Wesley
- Hair, J.F., Anderson, R.E., Tatham, R.L., & Black, W.C.(1998). *Multivariate Data Analysis*. New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Hanafi, M.M. (2004). *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005. Yogyakarta.: BPFE-Universitas Gadjah Mada.
- Hartono, J. (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis:Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta.: BPFE-Universitas Gadjah Mada.
- Hermawan, A. (2006). *Penelitian Bisnis: Paradigma Kuantitatif*. Jakarta: Gramedia Widiasarana Indonesia.
- Husnan, S. (2001). *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Jensen, G.R, Solberg, D.P., & Zorn, T.S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, 247-263.
- Jensen, M. C.(1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, 323-329.
- Kouki, M. (2009). Stock Option and Firm Dividend Policy: Evidence from Toronto Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol. 25, 97-133.
- Kouki, M., & Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25, No.1, 42-53.
- Kuncoro, M. (2007). *Metode Kuantitatif: Teori dan Aplikasi Untuk Bisnis dan Ekonomi*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Kusuma, H. (2006). Efek Informasi Asimetri Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 10, No. 1, 1-15.
- Lloyd, W.P, Jahera, J.S., & Page, D.E.(1985). Agency Cost and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 24, No. 3, 19-29.
- Marpaung, E.I., dan Hadiano, B. (2009). Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 1, No.1, 70-84.
- Nachrowi, N.D., & Usman, H. (2006). *Pendekatan Populer dan Praktis EKONOMETRIKA untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta: BPFE-Universitas Gadjah Mada.
- Rozeff, M.S.(1982). Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 3, 249-259.
- Santoso, S. (2005). *Menguasai Statistik di Era Informasi dengan SPSS 12*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Santoso, S. (2006). *Seri Solusi Bisnis Berbasis TI: Menggunakan SPSS untuk Statistik Multivariat*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Santoso, S. (2009). *Business Forecasting Metode Peramalan Bisnis Masa Kini dengan Minitab dan SPSS*. Jakarta: Penerbit PT Elex Media Komputindo
- Sartono, A. (2001). Pengaruh Aliran Kas Internal dan Kepemilikan Manajer dalam Perusahaan Terhadap Pembelanjaan Modal: Managerial Hypotesis atau Pecking Order Hypothesis? *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 16, No. 1, 54-63.
- Sartono, A., (2008). *Manajemen Keuangan: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE-Universitas Gadjah Mada.
- Shim, J. K., & Siegel, J.G. (1987). *Theory and Problem of Managerial Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Sugeng, B. (2009). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Inisiasi di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Tahun 14, No. 1, 37-48.
- Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi Pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9 No. 1, 9-17.
- Tarjo,.(2005). Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 1, 82-104.
- Wahidahwati,. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No. 1, 1-16.

Wibowo, A.J., & Erkaningrum, F.I.(2002).
Studi Keterkaitan antara Dividend
Payout Ratio, Financial Leverage,
dan Investasi dalam Pengujian
Hipotesis Pecking Order. *Jurnal
Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol.
17, No. 4, 506-519.