

Outside Large Shareholder dan Dividen pada Seasoned Equity Offering (SEO)

Wisudanto¹
Pusat Pengelolaan Dana Sosial
Universitas Airlangga, Indonesia
Email: wisudanto@feb.unair.ac.id

Celine Ilyassin²
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Indonesia

Mayliya Alfi Nurrita³
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Airlangga, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh outside large shareholder dan corporate governance terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan seasoned equity offering (SEO). Pembayaran dividen diduga dilakukan untuk membuat outside large shareholder pasif atas haknya untuk mengintervensi kebijakan manajerial. Penelitian dilakukan dengan metode kuantitatif menggunakan alat ukur regresi logistik biner. Jumlah perusahaan yang digunakan sebagai sampel sebanyak 88 perusahaan non-keuangan pada periode 2007-2017 dengan total sebanyak 968 observasi. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah pembayaran dividen dengan variabel independen large shareholder, outside large shareholder, inside large shareholder dan corporate governance. Sementara terdapat ROA, firm size dan leverage sebagai variabel kontrol. Hasil dari penelitian ini adalah large shareholder, outside large shareholder dan inside large shareholder memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen. Variabel corporate governance tidak signifikan terhadap pembayaran dividen.

Kata Kunci: Large Shareholder; Corporate Governance; Kebijakan Pembayaran Dividen; dan Seasoned Equity Offering.

Outside Large Shareholders and Dividends in Seasoned Equity Offering (SEO)

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of outside large shareholder and corporate governance toward dividend payment in companies that conducted seasoned equity offering (SEO). Dividend payment may cause a passive shareholder in regard of their right to intervene managerial policy. The research was using a quantitative method with binary logistic regression as metric. There were 88 nonfinancial companies used within 2007-2017 period, amounting a total of 968 observations. The dependent variable in this research is dividend payment, while the independent variables were large shareholder, outside large shareholder, inside large shareholder and corporate governance. Control variables are ROA, firm size and leverage. The result of this study shows that large shareholder, outside large shareholder and inside large shareholder have significant effect toward dividend payment. Corporate governance has insignificant effect toward dividend payment.

Keywords: Large Shareholder; Corporate Governance; Dividen Payment Policy; Seasoned Equity Offering.



E-JA
e-Jurnal Akuntansi
e-ISSN 2302-8556

Vol. 30 No. 4
Denpasar, April 2020
Hal. 874-885

Artikel Masuk:
10 Januari 2020

Tanggal Diterima:
18 April 2020

PENDAHULUAN

Seasoned Equity Offerings (SEO) merupakan suatu kegiatan penerbitan ekuitas yang dilakukan oleh perusahaan di luar *Initial Public Offering* (IPO) untuk memperoleh tambahan modal dalam kegiatan operasional. Namun dalam pelaksanaannya, SEO menimbulkan masalah baru pada perusahaan yang berkaitan dengan konflik keagenan dengan pemegang saham. Penerbitan ekuitas baru tentu akan mengundang kekhawatiran pemegang saham karena terdapat kemungkinan perusahaan tidak membayar dividen ketika menerbitkan ekuitas baru. Namun, pada realitanya terdapat beberapa perusahaan yang melakukan SEO tetap membayarkan dividen (Ngo *et al.*, 2018).

Sebenarnya pelaksanaan SEO dan pembayaran dividen secara simultan tidak disarankan karena akan menyebabkan terjadinya dilusi kepemilikan dan *agency cost* meningkat. Perusahaan tentu memiliki alasan tertentu sehingga memutuskan untuk melakukan SEO dan tetap membayarkan dividen secara simultan, salah satunya untuk menghindari intervensi dalam menentukan kebijakan investasi dari pemegang saham yang berorientasi pada dividen. Hal ini dilakukan agar manajemen memiliki kontrol penuh atas proyek yang akan mereka jalankan. Tujuan tersebut sesuai dengan *sleeping dog theory* yang dikemukakan oleh Warther pada tahun 1993 (DeAngelo *et al.*, 2009).

Zwiebel (1996) dan Myers (2000) mengembangkan teori tersebut dan menyatakan bahwa perusahaan mempunyai dua pilihan perihal pembayaran dividen. Pilihan pertama dengan membayar dividen untuk menghindari intervensi dari pemegang saham dalam kegiatan manajerial, sementara pilihan kedua adalah tidak membayar dividen dan menghadapi intervensi dari pemegang saham dalam kegiatan manajerial.

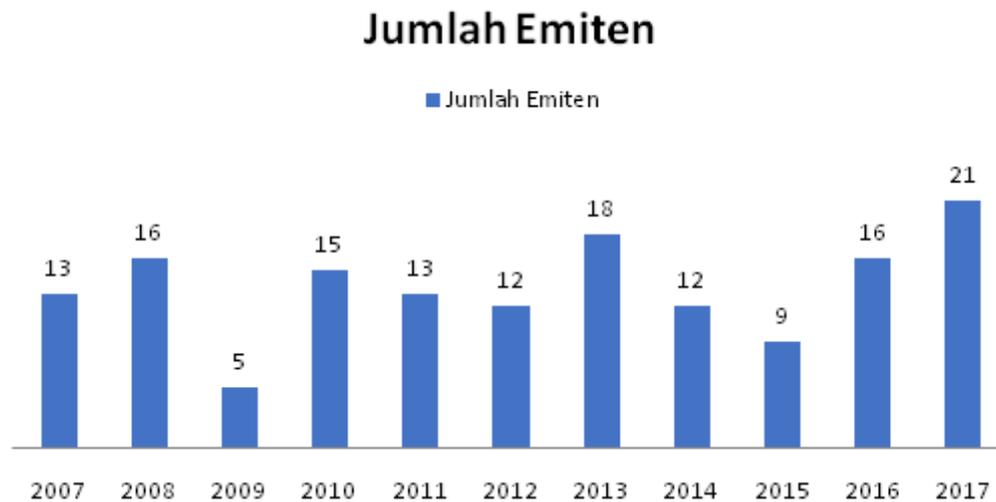
Berdasarkan pernyataan tersebut, peneliti menduga bahwa pelaksanaan SEO dan pembayaran dividen secara simultan mungkin terjadi pada perusahaan dengan *corporate governance* (CG) yang lemah. Perusahaan yang memiliki CG yang kuat memiliki peluang yang rendah untuk membayar dividen dengan tujuan untuk membuat investor pasif dalam kegiatan manajerial. Argumen ini sesuai dengan dua model yang dikemukakan oleh La Porta *et al.* (2000) perihal kebijakan pembayaran dividen, yaitu *outcome model* dan *substitute model*.

Pembayaran dividen untuk membuat pemegang saham menjadi pasif sesuai dengan *substitute model* dimana perusahaan yang melakukannya memiliki CG yang lemah, sehingga untuk menutupi kelemahan tersebut perusahaan tetap membayar dividen agar pemegang saham merasa tenang. *Substitute model* tersebut didukung oleh penelitian Jensen (1986) dengan menyatakan bahwa perusahaan dapat menggunakan pembayaran dividen sebagai pengganti karakteristik CG yang lemah untuk meyakinkan pemegang saham bahwa perusahaan tidak melakukan *expropriation*.

Sementara Hu dan Kumar (2004) memiliki perspektif lain mengenai hubungan pemegang saham dan kebijakan dividen, menurutnya peran pemegang saham bukan pengaruh utama dalam keputusan kebijakan dividen melainkan sebagai penguat CG dan mengawasi kegiatan manajerial saja. Dari banyaknya perspektif mengenai hubungan peran pemegang saham, CG dan kebijakan dividen, Ngo *et al.* (2018) melakukan penelitian dengan menguji keterkaitan peran *large shareholder* dengan kebijakan dividen dan pengaruh CG

terhadap kebijakan dividen dengan perspektif *outcome model* dengan sampel perusahaan yang melakukan SEO. Ngo *et al.* tidak mempercayai bahwa CG yang kuat berbanding lurus dengan pembayaran dividen, namun Ngo *et al.* percaya bahwa ketika perusahaan melakukan SEO dan membayar dividen secara simultan, dividen tersebut dibayarkan bukan untuk meningkatkan reputasi pasar melainkan untuk membuat pemegang saham menjadi pasif dan menghindari pemecatan, yang artinya sebenarnya sama saja dengan *substitute model*.

Hal ini menjadi poin yang menarik untuk dilakukan penelitian di Indonesia dengan menguji hubungan antara *large shareholder*, *corporate governance* dan pembayaran dividen. Berdasarkan data dari Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terdapat 150 emiten yang melakukan SEO dengan *right issue* selama tahun 2007-2017 yang ditunjukkan oleh Gambar 1.



Gambar 1. Data Jumlah Emiten Seasoned Equity Offering Tahun 2007-2017

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2019

Terdapat 108 perusahaan non-keuangan yang melakukan SEO dan 48 diantaranya membayar dividen secara simultan di tahun yang sama. Sebelumnya fenomena ini telah terjadi di beberapa negara, seperti Amerika Serikat (Fama and French, 2005; Ngo, 2018), Swiss (Loderer, 1989), dan Kanada (Mori, 2015). Penelitian-penelitian tersebut telah membuktikan bahwa *large shareholder* memiliki pengaruh dalam kebijakan dividen dan dilakukannya SEO secara simultan. Maka dari data yang diperoleh dari OJK bahwa terdapat perusahaan yang membayar dividen dan melakukan SEO secara simultan, penelitian ini ingin menguji apakah *outside large shareholder* memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melaksanakan SEO di Indonesia. Mengacu pada penelitian Ngo *et al.* (2018) penelitian ini juga mencoba membuktikan apakah penerapan *outcome model* di Indonesia telah sesuai dengan yang dikemukakan oleh La Porta *et al.* (2000) atau justru kebalikannya sesuai temuan Ngo *et al.* (2018). Berdasarkan uraian sebelumnya dapat ditentukan rumusan masalah dari penelitian sebagai berikut: (1) Apakah *large shareholder* berpengaruh terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO; (2) Apakah *outside large shareholder* berpengaruh terhadap pembayaran

dividen pada perusahaan yang melakukan SEO; (3) Apakah *inside large shareholder* berpengaruh terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO; dan (4) Apakah *corporate governance* berpengaruh terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO.

Outside large shareholder merupakan pemegang saham yang tidak secara langsung terlibat dalam manajerial perusahaan, namun mereka memiliki kewenangan untuk mengontrol keputusan manajemen perusahaan (Schiehll, 2006). *Outside large shareholder* diduga memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen karena *outside large shareholder* mampu mengintervensi kebijakan manajerial perusahaan yang mana tidak diinginkan oleh manajemen. Oleh karena itu, perusahaan menetapkan kebijakan pembayaran dividen yang tinggi untuk menghindari intervensi dan pemecatan dari *large shareholder* (Zwiebel, 1996; Myers, 2000). Semakin besar proporsi *outside large shareholder*, maka perusahaan akan memiliki kecenderungan untuk melakukan SEO dan membayar dividen secara simultan karena tidak adanya intervensi dari *large shareholder*. Sesuai dengan *sleeping dog theory* yang dikemukakan oleh Warther yang menyatakan bahwa perusahaan dengan proporsi *outside large shareholder* tinggi akan cenderung membayar dividen untuk menghindari intervensi manajerial (DeAngelo, 2009). Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya dan teori yang telah dijabarkan, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H₁: *Outside large shareholder* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pelaku *seasoned equity offering*.

Inside shareholder merupakan pemegang saham yang memiliki keterlibatan dalam manajerial perusahaan, biasanya terdiri dari manajer, direktur, karyawan dan dewan komisaris perusahaan (Schiehll, 2006). *Inside large shareholder* diduga tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen karena ini adalah bagian dari pendanaan internal dimana menurut *pecking order theory* pendanaan internal tidak menimbulkan banyak biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan. Hal ini karena pendanaan internal meminimalisir adanya asimetri informasi yang sering terjadi antara *outside large shareholder* dan manajer perusahaan (Myers dan Majluf, 1984). Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi *inside large shareholder* maka peluang perusahaan untuk membayar dividen semakin rendah, atau dapat dikatakan hubungan antara *inside large shareholder* dan pembayaran dividen berbanding terbalik. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya dan teori yang telah dijabarkan, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H₂: *Corporate governance index* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pelaku *seasoned equity offering*.

Beberapa penelitian telah menjelaskan bahwa banyak perusahaan yang melakukan SEO membayar dividen secara simultan. Hal ini dilakukan untuk menghindari intervensi manajerial dari pemegang saham. Jika perusahaan membayar dividen untuk tujuan tersebut, terdapat kemungkinan bahwa perusahaan memiliki *corporate governance* yang lemah. Dugaan tersebut muncul dengan alasan jika perusahaan memiliki *corporate governance* yang baik, perusahaan tidak perlu menghindari intervensi dari pemegang saham. Berdasarkan argumen tersebut, saya menduga bahwa perusahaan dengan

corporate governance yang lemah akan cenderung membagikan dividen. Pernyataan tersebut sejalan dengan model yang diuraikan oleh La Porta *et al.* (2000) yaitu *substitute model*. *Substitute model* menyatakan bahwa pembagian dividen merupakan substitusi dari lemahnya *corporate governance* agar pemegang saham memiliki persepsi bahwa perusahaan memiliki tata kelola yang baik diukur dari dividen yang dibagikan. Sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa *corporate governance* memiliki pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Artinya, semakin lemah *corporate governance* perusahaan maka semakin tinggi peluang pembayaran dividen, begitupun sebaliknya. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya dan teori yang telah dijabarkan, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut.

H₃: *Inside large shareholder* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan pelaku *seasoned equity offering*.

Sevara matematis model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut.

$$\text{Log} \left[\frac{\text{prob}(\text{PAYER}_{i,t} = 1)}{1 - \text{prob}(\text{PAYER}_{i,t} = 1)} \right] = \beta_0 + \beta_1 \text{OWNOUT}_{i,t} + \beta_2 \text{CGI} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

Berdasarkan uraian dan kerangka berfikir yang telah dijelaskan sebelumnya maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh *outside large shareholder* dan *corporate governance* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang melakukan *seasoned equity offering* (SEO).

METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah model pendekatan kuantitatif, menggunakan analisis regresi logistik dan alat uji statistik yang digunakan menggunakan SPSS. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah: (1) Variabel independen : *large shareholder, outside large shareholder, inside large shareholder* dan *corporate governance index*; (2) Variabel dependen : dividen; dan (3) Variabel kontrol : ROA, *firm size* dan *leverage*.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan tahunan perusahaan non-keuangan mulai tahun 2007 sampai tahun 2017. Teknik yang digunakan untuk mengambil sampel pada penelitian ini adalah *purposive sampling*. Beberapa kriteria dalam penelitian ini adalah: (1) Perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan publik non-keuangan yang melakukan *seasoned equity offering* (SEO) pada tahun 2007-2017; (2) Perusahaan menerbitkan laporan keuangan periode 31 Desember mulai tahun 2007 sampai dengan 2017 dan tersedia di situs web resmi perusahaan atau situs web Bursa Efek Indonesia; dan (3) Laporan keuangan menyediakan data yang lengkap sesuai dengan variabel-variabel penelitian.

Adapun pengukuran pada penelitian ini, dijabarkan sebagai berikut.

large shareholder diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$OWNERSHIP_{i,t} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki large shareholder}_{i,t}}{\text{Total saham beredar}_{i,t}} \dots\dots\dots(2)$$

outside large shareholder diukur dengan rumus berikut:

$$OWNOUT_{i,t} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki outside shareholder}_{i,t}}{\text{Total saham beredar}_{i,t}} \dots\dots\dots(3)$$

inside large shareholder diukur dengan rumus berikut:

$$OWNIN_{i,t} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki inside shareholder}_{i,t}}{\text{Total saham beredar}_{i,t}} \dots\dots\dots(4)$$

Di samping itu, penelitian ini menggunakan *Corporate Governance Index* (CGI) model pertama karena pengukuran yang terdapat dalam CGI I telah mewakili CGI II dan CGI III, elemen pengukuran CGI I diuraikan dalam Tabel 1.

Tabel 1. Pengukuran *Corporate Governance Index* (CGI)

No.	Indeks	Pengukuran
1.	<i>Board function</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Jumlah direksi pada perusahaan setiap tahunnya, lebih dari rata-rata setiap tahunnya - Jumlah direksi independen pada perusahaan setiap tahunnya, minimal 50% dari jumlah direktur setiap tahunnya - Jumlah pertemuan dewan lebih dari rata-rata setiap tahunnya - Pemisahan ketua direksi dan CEO - Kepemilikan saham oleh dewan direksi minimal 5% dari jumlah keseluruhan saham beredar - Kepemilikan saham oleh CEO minimal 5% dari jumlah keseluruhan saham beredar
2.	<i>Audit committee</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Terdapat <i>audit committee</i> di perusahaan - Terdapat pertemuan setidaknya setahun sekali - Bekerjasama dengan auditor eksternal
3.	<i>Remuneration committee</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Terdapat <i>remuneration committee</i> di perusahaan - Terdapat pertemuan setidaknya setahun sekali
4.	<i>Nomination committee</i>	<ul style="list-style-type: none"> Terdapat <i>nomination committee</i> di perusahaan Terdapat pertemuan setidaknya setahun sekali

Sumber: Chung et al. (2016)

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis hasil penelitian ini dilakukan dengan data *balanced panel* dan diuji dengan regresi logistik. Uji ini dipilih karena penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah probabilitas variabel dependen dapat diprediksi dengan variabel independen. Jumlah data dalam observasi yaitu sebanyak 858 yang akan dianalisis dan berikut adalah hasil uji statistik data tersebut.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Dividen	85	0	1	.45	.498
Ownership	85	.0000	1.0000	.695784	.2169087
Ownout	85	.0000	1.0000	.682114	.2197989
Ownin	85	.0000	.7119	.013671	.0516640
Cgi	85	.6154	.7692	.695894	.0186053
Roa	85	-.7558	9.5563	.041592	.3407906
Size	85	22.6592	32.3430	28.624265	1.8068555
Leve	85	.0003	0.9895	.499645	0.2175115

Sumber: Data Penelitian, 2019

Tabel 2. menunjukkan deskripsi statistik variabel yang telah diolah dengan SPSS. Pada model 1 terdapat satu variabel dependennya itu kebijakan pembayaran dividen (DIVIDEN), satu variabel independen yaitu *large shareholder* (OWNERSHIP) dan tiga variabel kontrol yaitu *return on asset* (ROA), *firm size* (SIZE) dan *leverage* (LEVE). Sementara pada model 2 terdapat satu variabel dependen yaitu kebijakan pembayaran dividen (DIVIDEN), *outside large shareholder* (OWNOUT) dan *inside large shareholder* (OWNIN) sebagai variabel independen dan tiga variabel kontrol yang sama dengan variabel kontrol pada model 1.

Dari tabel di atas menunjukkan bahwa Rata-rata yang diperoleh dari variabel dividen adalah sebesar 0,45. Proporsi rata-rata *large shareholder* pada perusahaan sebesar 69,57 persen dari jumlah keseluruhan saham perusahaan. Proporsi rata-rata *outside large shareholder* pada perusahaan sebesar 68,21 persen dari jumlah keseluruhan saham perusahaan. Proporsi rata-rata *inside large shareholder* pada perusahaan sebesar 1,36 persen dari jumlah keseluruhan saham perusahaan. Proporsi rata-rata *corporate governance* pada perusahaan sebesar 69,58 persen.

Tabel 3. Klasifikasi Variabel Dependen

Observed		Predicted		Percentage Correct
		Dividen		
		Non-Pay	Pay	
Dividen	Non-Pay	474	384	55.2
Overall Percentage				55.2

Sumber: Data Penelitian, 2019

Classification Table menunjukkan frekuensi harapan dari variabel dependen dengan melihat *overall percentage* dari data yang telah dikumpulkan. Tabel 3. menunjukkan jumlah sampel yang memiliki nilai "0" yaitu tidak membayar dividen adalah sebanyak 474 perusahaan dan jumlah sampel yang memiliki nilai "1" yaitu membayar dividen adalah sebanyak 384 perusahaan. Maka, prosentase

secara keseluruhan sebelum variabel independen dimasukkan adalah 55,2 persen.

Tabel 4. Hosmer and Lemeshow's

	Model 1	Model 2	Model 3
Chi-square	10.058	11.728	13.884
df	8	8	8
Sig.	.261	.164	.085

Sumber: Data Penelitian, 2019

Tabel 4. menunjukkan bahwa nilai Hosmer and Lemeshow's Test untuk model 1 sebesar 10.058 dengan nilai signifikansi sebesar 0,261 yang lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa model 1 dinyatakan fit dan dapat memprediksi nilai observasi. Untuk model 2 sebesar 11.728 dengan nilai signifikansi sebesar 0,164 yang lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa model 2 dinyatakan fit dan dapat memprediksi nilai observasi. Dan untuk model 3 sebesar 13.884 dengan nilai signifikansi sebesar 0.085 yang lebih besar dari 0,05. Maka dapat disimpulkan bahwa model 3 dinyatakan fit dan dapat memprediksi nilai observasi.

Tabel 5. Hasil Regresi Statistik

Variabel Independen	Variabel Dependen: DIVIDEN (PAY = 1, NON-PAY=0)					
	Model 1		Model 2		Model 3	
	B	Sig.	B	Sig.	B	Sig.
Constanta	-18.464	.000	-20.026	.000	-14.661	.001
OWNERSHIP	1.063	.003	-	-	-	-
OWNOUT	-	-	1.076	.003	-	-
OWNIN	-	-	-	-	-38.849	.010
CGI	-	-	3.077	.482	-3.283	.589
ROA	.416	.192	.427	.206	.418	.258
SIZE	.607	.000	.587	.000	.584	.000
LEVE	-.042	.910	.099	.787	-.352	.356

Sumber: Data Penelitian, 2019

Variabel *large ownership* memiliki nilai signifikansi sebesar 0,003 yaitu dibawah 0,05. Artinya variabel ini berpengaruh positif signifikan dan mampu memperbesar probabilitas perusahaan untuk membayar dividen maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Hal ini sesuai dengan penelitian Ngo et al. (2018) yang menyatakan bahwa *large shareholder* memiliki pengaruh positif terhadap pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO. Hasil penelitian ini juga membuktikan satu dari dua aspek dari *sleeping dog theory* yang dikemukakan oleh Warther (1993). Semakin besar porsi *large shareholder* maka semakin besar pula probabilitas perusahaan untuk membayar dividen. Hal ini karena *large shareholder* memiliki hak untuk mengintervensi keputusan manajerial perusahaan, termasuk kebijakan pembayaran dividen. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian menolak H_0 dan menerima H_1 .

Variabel *outside large shareholder* memiliki pengaruh positif dengan nilai signifikansi di bawah 0,05 yaitu 0,003. Artinya variabel ini berpengaruh positif secara signifikan terhadap variabel dependen dan menerima H_1 . Maka *outside large shareholder* mampu meningkatkan probabilitas perusahaan untuk membayar dividen.

Variabel *corporate governance index* (CGI) pada model 2 penelitian ini memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,482 yang artinya variabel *corporate governance* tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Hasil dari uji variabel *inside large shareholder* terhadap pembayaran dividen menunjukkan hasil yang negatif dan tidak signifikan, artinya *inside large shareholder* tidak meningkatkan probabilitas pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO. Hal ini terjadi karena berdasarkan data sampel yang digunakan, ternyata banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki komposisi *inside large shareholder* lebih dari 5%. Rata-rata *inside large shareholder* di perusahaan sampel memiliki kepemilikan dibawah 5% sehingga pengaruhnya tidak cukup besar dibandingkan dengan *outside large shareholder*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Ngo et al. (2018) dimana *inside large shareholder* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

Sementara pada model 3 CGI memiliki nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,589. Artinya, variabel CGI tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. Karena hasil uji tidak signifikan, maka H_1 ditolak. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *corporate governance index* memiliki pengaruh tidak signifikan pada model 2 maupun model 3 yang artinya *corporate governance* tidak memiliki pengaruh terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan data perusahaan yang telah dikumpulkan, menunjukkan bahwa rata-rata *large shareholder* di Indonesia merupakan institusi dan perusahaan seperti yang disajikan pada Tabel 6. Institusi dan perusahaan ini memiliki target untuk jumlah dividen yang diterima setiap tahunnya. Hal ini menyebabkan baik atau buruknya *corporate governance* suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti dalam keputusan pembayaran dividen. Target penerimaan dividen tersebut menyebabkan *large shareholder* mendesak perusahaan untuk membayar dividen tanpa memperhatikan *corporate governance* perusahaan. Hal ini sesuai dengan konsep *substitute model* dimana dividen merupakan substitusi dari *corporate governance* perusahaan (La Porta et al., 2000).

Tabel 6. Enam Institusi yang Memiliki Rata-Rata Kepemilikan Saham Terbesar pada Emiten Non-Keuangan

No.	Nama Institusi	Rata-Rata Kepemilikan
1	PT Bumi Serpong Damai Tbk	90.18 %
2	PT Astra International	69.75 %
3	SCG Group	63.44 %
4	Pemerintah RI	60.62 %
5	Standard Chartered Bank SG	28.82 %
6	Perusahaan Keuangan	17.13 %

Sumber: Data Penelitian, 2019

Pernyataan bahwa kepemilikan institusi berorientasi pada profit didukung oleh penelitian Chang et al. (2016) menunjukkan pengaruh positif kepemilikan institusional terhadap dividen. Ia menyatakan bahwa institusi akan berfokus pada target keuntungan yang harus mereka peroleh, baik dengan *capital gain* maupun dividen. Selain itu, penelitian tersebut juga menyatakan bahwa

dividen yang dibayarkan dijadikan alat pengawasan oleh kepemilikan institusi sebagai pengganti *corporate governance* yang lemah.

Firth *et al.* (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional perusahaan keuangan, khususnya reksa dana memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap pembayaran dividen. Hal ini terjadi karena perusahaan reksa dana menginginkan hasil maksimal berupa dividen melalui investasi, maka mereka akan menekan perusahaan untuk membayar dividen agar terhindar dari penggunaan dana secara sia-sia.

Seperti yang dilansir CNN Indonesia pada hari Kamis, 12 September 2019, Pemerintah Republik Indonesia menetapkan target penerimaan dividen setiap tahunnya. Tahun 2019 Pemerintah Republik Indonesia menetapkan target penerimaan dividen sebesar 48 triliun rupiah, sementara tahun 2020 target meningkat menjadi 49 triliun rupiah. Hal ini memperkuat pernyataan bahwa kepemilikan institusi berpengaruh terhadap pembayaran dividen tanpa memperhatikan *corporate governance*, sehingga pengaruh *corporate governance* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen.

Variabel return on asset (ROA) memiliki nilai signifikansi sebesar 0,192 pada model 1, 0,206 pada model 2 dan 0,258 pada model 3. Pada ketiga model ROA memiliki nilai signifikansi lebih dari 0,05 yang artinya tidak signifikan. Oleh karena itu maka H_1 ditolak.

Pada ketiga model variabel firm size (SIZE) memiliki pengaruh positif dengan nilai signifikansi sebesar 0,000 yang artinya dibawah 0,05. Maka, variabel SIZE berpengaruh positif secara signifikan dan dapat meningkatkan probabilitas perusahaan untuk membayar dividen. Sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Sementara variabel leverage (LEVE) pada model 1 memiliki pengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,910. Pada model 2, leverage memiliki pengaruh positif terhadap variabel dependen dengan nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,073. Pada model 3, leverage memiliki pengaruh negatif terhadap variabel dependen dengan nilai signifikansi diatas 0,05 yaitu 0,356. Artinya variabel leverage tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen sehingga menolak H_1 .

SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dari 88 sampel penelitian perusahaan non-keuangan yang melakukan SEO pada periode 2007-2017, diperoleh kesimpulan sebagai berikut: (1) *Large shareholder* yang diukur dengan jumlah proporsi kepemilikan investor lebih dari 5% menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen pada perusahaan yang melakukan SEO; (2) *Outside large shareholder* yang diukur dengan jumlah proporsi kepemilikan investor lebih dari 5% dan tidak terafiliasi dengan manajemen memiliki pengaruh positif signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. *Corporate governance index* memperkuat pengaruh positif variabel *outside large shareholder* terhadap probabilitas pembayaran dividen namun tidak signifikan; (3) *Inside large shareholder* yang diukur dengan jumlah proporsi kepemilikan investor lebih dari 5% dan terafiliasi dengan manajemen memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. *Corporate governance index* memperkuat pengaruh negatif *inside large shareholder* terhadap probabilitas

pembayaran dividen namun tidak signifikan; dan (4) *Corporate governance index* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen, baik di model 2 maupun model 3.

Berdasarkan kesimpulan diatas, maka saran yang dapat diberikan penulis adalah sebagai berikut: (1) Bagi manajemen, perlu memperhatikan struktur kepemilikan, corporate governance, ROA dan leverage sebelum mengambil keputusan untuk melakukan SEO dan membayar dividen; (2) Bagi penelitian selanjutnya mengenai topik yang sama dapat menambahkan variabel-variabel lain yang mungkin mempengaruhi kebijakan dividen karena R^2 pada penelitian ini masih rendah; (3) Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan dapat memberikan ilmu pengetahuan dan referensi tentang *outside large shareholder* dan *corporate governance* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang melaksanakan *seasoned equity offering* (SEO) di Indonesia; serta (4) Bagi stakeholder perusahaan, penelitian ini diharapkan mampu memberikan informasi mengenai peran pemegang saham dan pentingnya *corporate governance* bagi perusahaan dalam pengambilan kebijakan dividen.

REFERENSI

- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2014). *Fundamentals of Financial Management*. Mason: Cengage Learning.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (2009). Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*.
- Dunne, P., & Morris, G. (2008). *Non-Executive Director's Handbook 2nd Edition*. CIMA Publishing.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2005). Financing Decisions: Who Issues Stock? *Journal of Financial Economics*.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1987). Financing Constraints and Corporate Investment. *National Bureau of Economic Research*.
- Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hu, A., & Kumar, P. (2004). Managerial Entrenchment and Payout Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Association*.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia*.
- Loderer, C. (1989). The residual decision: dividend payments or outside financing. *Financial Markets and Portfolio Management*.
- Menteri Negara Badan Usaha Milik Negara. (2011). *Penerapan Tata Kelola Perusahaan yang Baik (Good Corporate Governance) pada Badan Usaha Milik Negara*.
- Mori, N. (2010). Tax Clientele Effect of Dividends under Intertemporal Consumptions Choice. *Journal of Banking and Finance*.
- Mori, N. (2015). Why Pay Dividends and Issue Equity Simultaneously? *Nihon University*.

- Myers, S. C. (2000). Outside Equity. *The Journal of Finance*.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13.
- Ngo, A., Duong, H., Nguyen, T., & Nguyen, L. (2018). The Effects of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Seasoned Equity Offerings (SEOs). *Global Finance Journal*.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policy around The World. *The Journal of Finance*.
- Ross, Westerfield, & Jordan. (2010). *Fundamentals of Corporate Finance*. Irwin: The McGraw Hill.
- Schiehll, E. (2006). Ownership Structure; Large Inside/Outside Shareholders and Firm Performance: Evidence from Canada. *Corporate Ownership and Control*.
- Shamsabadi, H. A., Min, B.-S., & Chung, R. (2016). Corporate Governance and Dividend Strategy: Lessons from Australia. *International Journal of Managerial Finance*.
- Widarjono, A. (2010). *Statistika Multivariate Terapan*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *The American Economic Review*.