

PENGARUH PROFITABILITAS, LEVERAGE, FREE CASH FLOW, DAN INVESTMENT OPORTUNITY SET TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Izzah Zahrah
izzahzahrah55@gmail.com
Lailatul Amanah

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to examine the influence of probability, leverage, free cash flow, and opportunity investment to the dividend policy. Probability is measured by using return on asset (ROA) formula. Leverage is measured by using Debt to Equity Ratio (DER) formula, Free Cash Flow is measured by using FCF formula, and Investment Opportunity Set (IOS) is measured by using Market to Book Value of Equity (MVEBVE) formula. The scope of this research is all manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2011-2015. The samples are 31. Based on the result of the t-test data analysis, it shows that Investment opportunity set and leverage does not give any influence to the dividend policy, whereas profitability and free cash flow gives positive influence to the dividend policy. The significance test which is based on the F-test significance value of 0.005 indicates that profitability, leverage, free cash flow and investment opportunity set are compatible as the explanatory variable to the dividend policy. The result of determination coefficient test has obtained the adjusted R² value which has been generated by the independent variable these four variables as many as 69.9% whereas the remaining 30.1% is influenced by other factors which are not included in this research.

Keywords: Dividend policy, profitabilitas, leverage, free cash flow, and investment opportunity set.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh profitabilitas, leverage, free cash flow dan investment opportunity set terhadap Kebijakan Dividen. Dalam penelitian ini Profitabilitas diukur menggunakan rumus Return on Asset (ROA), leverage diukur menggunakan rumus Debt to Equity Ratio (DER), Free Cash Flow diukur menggunakan rumus FCF dan Investment Opportunity Set (IOS) diukur menggunakan rumus Market to Book Value of Equity (MVEBVE). Ruang lingkup penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2015. Sampel penelitian ini terdiri dari 31 perusahaan. Berdasarkan hasil analisa data uji-t menunjukkan variabel Investment opportunity set dan leverage tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel profitabilitas dan free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan. Uji signifikansi berdasarkan nilai signifikansi uji-F sebesar 0,005 menunjukkan bahwa profitabilitas, leverage, free cash flow dan investment opportunity set sesuai sebagai variabel penjelas terhadap kebijakan dividen. Dari hasil uji koefisien determinasi diperoleh nilai adjusted R² yang diberikan oleh keempat variabel independen sebesar 69,9% sedangkan sisanya 30,1 % dipengaruhi oleh faktor lain diluar penelitian ini

Kata Kunci : Kebijakan Dividen, Profitabilitas, leverage, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set.

PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang tercatat di BEI, perusahaan ini termasuk dalam kelompok emiten terbesar yaitu sebanyak 30 persen dari seluruh perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia. Perusahaan manufaktur seringkali dihadapkan pada permasalahan penentuan kebijakan dan pembayaran dividen, apakah manajemen akan mengambil keputusan dengan membagikan laba kepada pemegang saham sebagai dividen dan apakah manajemen akan menahan dalam bentuk saldo laba untuk pembiayaan investasi dimasa yang akan datang.

Menurut Sartono (2010) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akana

ditahan dalam bentuk laba guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Kebijakan dividen memiliki peranan yang sangat penting bagi perusahaan dikarenakan kebijakan keuangan ini berpengaruh terhadap sikap atau reaksi investor dan juga mempengaruhi kesempatan investasi perusahaan, harga saham, struktur financial, arus pendanaan dan posisi likuiditas.

Rasio pembayaran dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham bergantung pada kebijakan dividen yang digunakan oleh masing-masing perusahaan, dimana bentuk kebijakan dalam pembayaran dividen tersebut tergantung pada kondisi keuangan dan keuntungan yang diperoleh perusahaan serta kebijakan finansial yang ditetapkan di dalam perusahaan. sehingga pertimbangan pihak manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlu bagi pihak manajemen mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Profitabilitas merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (profit) perusahaan. Profitabilitas juga digunakan untuk menentukan apakah dividen yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen kas atau dividen saham. Untuk mengukur profitabilitas proksi yang biasa digunakan yaitu ROI (*Return On Investment*) atau ROA (*Return On Asset*) untuk mengukur tingkat keuntungan dari suatu investasi. Semakin besar rasio profitabilitas ini semakin baik karena menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen dengan jumlah yang tinggi.

Leverage merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar pendanaan yang dibelanjai dengan hutang. Apabila perusahaan tidak memiliki *leverage*, maka perusahaan beroperasi sepenuhnya dengan menggunakan modal sendiri tanpa menggunakan hutang namun, apabila *leverage* yang dimiliki perusahaan semakin tinggi maka hal ini menunjukkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan karena akan semakin tinggi juga beban bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan dan hal ini akan membuat perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk digunakan sebagai pelunasan utang perusahaan, dengan begitu hanya sebagian kecil saja pendapatan yang akan dibayarkan sebagai dividen oleh perusahaan.

Brigham dan Houston (2007) mendefinisikan *free cash flow* adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Perusahaan dengan aliran kas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya. Karena perusahaan mampu memperoleh laba yang mungkin tidak mampu diperoleh oleh perusahaan lainnya.

Investment Opportunity Set merupakan peluang yang dimiliki perusahaan untuk berinvestasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa mendatang. IOS juga dapat digunakan sebagai pilihan investasi saat ini dan diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih banyak Gaver dan Gaver (dalam Aristantia dan Putra, 2015). Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi tentu memerlukan dana untuk melakukan suatu investasi sehingga mengakibatkan perusahaan menggunakan perolehan labanya untuk membiayai investasi perusahaannya. Sehingga semakin tinggi peluang investasi yang dimiliki perusahaan maka perusahaan akan semakin mengurangi dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham.

Berdasarkan latar belakang permasalahan di atas, maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah apakah profitabilitas, *leverage*, *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?. Tujuan dilakukan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh profitabilitas, *leverage*, *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

TINJAUAN TEORETIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Brigham dan Houston (2009) mendefinisikan keagenan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu principal yang menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen. Terjadinya pertentangan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham dapat menyebabkan terjadinya konflik yang disebut *agency conflict*. Dimana manajemen cenderung lebih mengutamakan kepentingan pribadi dari pada kepentingan pemegang saham. Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal itu dapat menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Konflik-konflik keagenan dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan, pengontrolan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut dapat menimbulkan biaya-biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*).

Tingkat pengembalian investasi

Pengembalian investasi (*return*) adalah keuntungan yang diperoleh investor dari dana yang ditanamkan pada suatu investasi. Dividen sebagai distribusi laba pemegang investasi sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Laba bersih yang diperoleh perusahaan digunakan dalam tiga kepentingan, yaitu di investasikan kembali ke dalam asset yang produktif, dibayarkan untuk untuk melunasi kewajiban dan dibagikan dalam bentuk dividen

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menahan modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen hal yang penting karena bukan hanya menyangkut kepentingan perusahaan, namun juga menyangkut kepentingan pemegang saham.

Menurut Sundjaja dan Barlian (2010), terdapat 4 jenis dividen, yaitu: (1) Dividen tunai (*Cash Dividend*) Dividen tunai ini dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk uang tunai. (2) Dividen saham (*Stock Dividend*) Dividen saham adalah pembayaran dividen dalam bentuk saham. Seringkali dividen saham ini digunakan sebagai pengganti dari dividen tunai. (3) Dividen Harta (*Property dividend*) Dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga. (4) Dividen Likuiditas (*Liquidating dividend*) Dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat dilikuidasinya perusahaan

Indikator untuk mengukur kebijakan dividen yang secara luas digunakan ada dua macam yaitu: (1) Hasil dividen (*Dividend Yield*), *Dividend yield* adalah suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. *Dividend yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. (2) Rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*), *Dividend Payout Ratio* merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. DPR banyak digunakan dalam penilaian sebagai cara pengestimasi dividen untuk periode yang akan datang. Dalam penelitian ini alat ukur untuk menentukan kebijakan dividend dengan DPR ini.

Menurut preferensi investor ada tiga teori yang mendasari kebijakan dividen Brigham dan Houston (2011), yaitu (1) Teori Dividen Tidak Relevan (*Dividen Irrelevance Theory*) dikemukakan oleh Miller dan Modigliani (1961). Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh pada harga saham maupun terhadap biaya modal

perusahaan. Teori MM menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi hanya ditentukan oleh profitabilitas dasar dan risiko usahanya, dengan asumsi bahwa tidak ada pajak yang dibayarkan atas dividen. (2) *Bird in the Hand Theory* Gordon dan Lintner (1956) berpendapat bahwa para investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Dividen memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan *capital gain*, oleh karenanya investor akan merasa lebih aman untuk mengharapkan dividen saat ini dibandingkan menunggu *capital gain* di masa depan. (3) Teori Perbedaan Pajak (*Tax Differential Theory*) Teori ini didasarkan atas pada perbedaan pajak antara dividen dengan keuntungan modal (*capital gain*). Pajak atas dividen harus dibayarkan pada tahun saat dividen tersebut diterima, sedangkan pajak atas *capital gain* tidak dibayarkan sampai saham dijual.

Selain dari beberapa teori tersebut diatas terdapat beberapa teorilain yang berkaitan dengan dividen dalam penelitian Ayuningtyas (2013). (1) *Signaling Theory*, Perusahaan yang memiliki kualitas tinggi biasanya akan membayar dividen lebih tinggi, pembayaran dividen sendiri seringkali diikuti oleh kenaikan harga saham dan penurunan pembayaran dividen akan diikuti oleh penurunan harga saham. Dengan adanya kenaikan harga saham dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Modigliani-Miller menyatakan bahwa kenaikan atas dividen lebih besar daripada yang telah diperkirakan, hal itu merupakan "sinyal" bagi investor bahwa manajemen dari suatu perusahaan memperkirakan peningkatan laba pada masa mendatang, sedangkan penurunan dividen menjadi tanda bahwa perkiraan laba yang rendah. (2) *Smoothing theory*, yang dikembangkan oleh Linter (1956). Linter mengatakan bahwa jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. (3) *Clientile Effect*, Terdapat perusahaan yang membagikan dividen diikuti dengan penjualan obligasi. Hal ini dilakukan untuk memberi sinyal ke pasar mengenai prospek perusahaan sehingga perusahaan dapat menjual obligasi dengan harga yang lebih baik. Selain itu pembayaran dividen dimaksudkan pula untuk mengurangi *agency conflict* antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham tidak ingin manajer mengelola cash flow yang banyak, apabila *free cash flow* dan laba dibagi sebagai dividen maka manajer akan mencari pendanaan dari luar. Maka manajer harus bersiap siap untuk dievaluasi pihak eksternal dan secara tidak langsung akan memperkecil *agency conflict* (Sartono 2001).

Menurut Gitosudarmo (dalam Nugroho 2010) beberapa faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen dipengaruhi beberapa faktor, yaitu : Faktor likuiditas, Kebutuhan dana untuk melunasi utang, Tingkat ekspansi yang direncanakan, Faktor pengawasan, Ketentuan-ketentuan dari Pemerintah, Pajak kekayaan atau penghasilan dari pemegang saham

jenis-Jenis Rasio Keuangan

Menurut Harahap (2006) rasio keuangan dapat diklasifikasikan sebagai berikut : (1) Rasio Likuiditas, yaitu rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Rasio-rasio ini dapat dihitung melalui sumber informasi tentang modal kerja yaitu pos-pos aktiva lancar dan hutang lancar. (2) Rasio Solvabilitas, yaitu rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi. Rasio ini dapat dihitung dari pos-pos yang sifatnya jangka panjang seperti aktiva tetap dan hutang jangka panjang. (3) Rasio Profitabilitas, yaitu rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan, dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sebagainya. (4) Rasio Aktivitas, yaitu rasio yang menggambarkan aktivitas yang dilakukan perusahaan dalam menjalankan operasinya baik dalam kegiatan penjualan, pembelian, dan kegiatan lainnya. (5) Rasio Pasar (Market Based Ratio), yaitu rasio yang lazim dan yang

khusus dipergunakan di pasar modal yang menggambarkan situasi/keadaan prestasi perusahaan di pasar modal.

Profitabilitas

Rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi. Menurut Darsono dan Ashari (2005) rasio profitabilitas digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau seberapa efektif pengelolaan perusahaan oleh manajemen

Leverage

Kasmir (2009) menyatakan bahwa *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam membayarkan seluruh kewajibannya (baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang).

Free cash flow

Free Cash Flow adalah sebagai kelebihan dana kas setelah setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan net present value positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan Jensen (dalam Priyo, 2013) Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi memiliki kinerja yang lebih baik karena mereka mampu memperoleh keuntungan dari berbagai kesempatan yang mungkin tidak mampu diperoleh oleh perusahaan lain yang sejenis. Sehingga perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula.

Investment opportunity set

Konsep IOS menyatakan bahwa perusahaan merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*asset in place*) dan *investment opportunity (intangible asset)* Yendrawati dan Adhianza (2013). Pilihan investasi tidak hanya ditunjukkan dengan proyek yang didukung dengan kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam melihat kesempatan dalam mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam kelompok industrinya. Nilai aset yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi pilihan investasi. Kesempatan investasi tidak selalu berwujud secara fisik tetapi dapat berupa suatu kesempatan yang bersifat *intangible* namun memiliki peluang yang memberikan keuntungan bagi perusahaan.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Dividen merupakan sebagian dari keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah memenuhi kewajibannya baik berupa bunga maupun pajak. Dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan yang besar. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Perusahaan yang mampu memperoleh keuntungan lebih besar cenderung akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar pula. Hal itu menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan. Dari uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Leverage terhadap kebijakan dividen

Besarnya jumlah kewajiban yang dimiliki perusahaan menandakan bahwa tingkat hutang yang dimiliki perusahaan juga semakin besar. Besarnya hutang yang dimiliki oleh suatu perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi

pemegang saham termasuk jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham semakin besar. Dari uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen

Free Cash Flow adalah sisa kelebihan kas yang dimiliki perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut bisa dilakukan jika perusahaan telah selesai melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang digunakan untuk operasi yang sedang berjalan. *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada para pemegang saham melalui pengurangan hutang, peningkatan dividen atau pembelian saham kembali. Dari uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H3 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen

Perusahaan dengan tingkat IOS yang tinggi akan lebih cenderung menetapkan jumlah pembayaran dividen yang rendah. Dengan membayar dividen dalam jumlah yang rendah perusahaan tersebut mampu mempertahankan dana yang cukup guna mendanai investasi dan pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan mendatang. Dan sebaliknya, perusahaan yang cenderung mengalami pertumbuhan lambat akan menetapkan jumlah pembagian dividen yang lebih tinggi guna mengatasi masalah *overinvestment*. Dari uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H4 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

METODA PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015. Teknik pengambilan sampel yang dipilih di penelitian ini adalah melalui metode *purposive sampling*. Kriteria pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2015. (2) Perusahaan manufaktur yang tidak dapat diperoleh laporan keuangan Tahunan per 31 Desember secara berturut-turut selama periode 2011-2015. (3) Perusahaan manufaktur yang tidak membagi dividen selama periode 2011-2015. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari 31 perusahaan.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel Independen

Rasio profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. Rasio ini diukur dengan *Return On Asset* (ROA) dengan cara membagi laba bersih setelah bunga dan pajak dengan total aset.

$$ROA = \frac{\text{laba bersih setelah bunga dan pajak}}{\text{total aset}}$$

Rasio leverage

Rasio leverage adalah rasio yang mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang. Rasio ini diukur dengan *debt to equity ratio* yang merupakan total hutang yang dimiliki perusahaan dibagi dengan total modal sendiri (ekuitas).

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total modal sendiri}}$$

Free cash flow

Free cash flow adalah sisa perhitungan arus kas yang dimiliki perusahaan pada akhir periode keuangan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, pembayaran utang, membeli saham kembali atau untuk mendanai semua proyek yang dimiliki. Dalam Kieso (2011) free cash flow dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$FCF = \text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure} - \text{Dividen}$$

Investment opportunity set

Rasio *Investment opportunity set* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur besarnya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan yang merupakan perpaduan antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dan pilihan investasi dimasa yang akan datang. Rasio ini diukur dengan *Market to Book Value of Equity* (MVEBVE).

$$MVEBVE = \frac{\text{Jumlah lembar saham} \times \text{Harga penutupan saham}}{\text{Total ekuitas}}$$

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan untuk dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen menggunakan alat ukur *Dividen payout ratio* (DPR). DPR merupakan rasio yang menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa perusahaan berupa dividen kas.

$$DPR = \frac{\text{dividend per lembar saham}}{\text{laba per lembar saham}}$$

Teknik Analisis Data

Pengujian Asumsi klasik

Uji asumsi klasik yang timbul dalam analisis regresi. Nilai dari persamaan regresi harus diuji untuk mengetahui apakah terdapat tidaknya gejala penyimpangan terhadap asumsi-asumsi klasik, dan identifikasi tersebut meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda digunakan untuk mengetahui arah dan besar pengaruh dari variabel-variabel bebas jumlahnya lebih dari satu terhadap variabel bebasnya Suharyadi dan Purwanto (2007). Adapun model analisis regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DPR = \alpha + \beta_1.ROA + \beta_2.DER + \beta_3.MVEBVE + \beta_4.FCF.$$

Keterangan: DPR= *Dividend Per Share*, α = Konstanta, ROA= *Return On Asset*, DER= *Debt equity Ratio*, MVEBVE = *Market to Book Value of Equity*, FCF = *Free Cash Flow*

Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien variabel determinasi antara nol sampai dengan satu. Jika nilai R² lebih kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Jika nilai R² mendekati satu berarti kemampuan variabel-variabel independen memberi hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Uji Goodness of fit (Uji F)

Uji kesesuaian model regresi atau disebut dengan uji-F bertujuan untuk menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi merupakan variabel penjelas dari variabel dependen atau terikat. Dasar pengambilan keputusannya dengan menentukan kriteria model yang digunakan fit atau tidak, dilihat dari nilai signifikansi $F < 0,05$ maka model yang dibangun fit.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Pengujian hipotesis (Uji t) dapat dilihat dengan menggunakan nilai signifikansi uji t. Jika nilai signifikansi uji t $> 0,05$ maka H_0 diterima dan H_1 ditolak dan Jika nilai signifikansi uji t $\leq 0,05$ maka H_0 ditolak dan H_1 terdukung.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Deskripsi Hasil Penelitian

Penelitian ini menganalisis data yang berkaitan dengan hasil penelitian yang dilakukan pada PT. Bursa Efek Indonesia dengan subyek penelitian perusahaan yang mengeluarkan laporan keuangan tahunan yaitu pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015 yang telah terpublikasi di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan pengambilan data pengutipan langsung, terdiri dari data laporan keuangan berupa *Return on Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Free Cash Flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Dividen payout ratio* (DPR) selama lima tahun.

Data deskriptif hasil penelitian yang terdiri dari data laporan keuangan berupa *Return on Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Free Cash Flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Dividen Payout Ratio* (DPR) selama lima tahun dapat dilihat dari tabel sebagai berikut:

Tabel 1
Hasil Analisa Deskripsi Statistik ROA, DER, FCF, IOS dan DPR
Seluruh Perusahaan Tahun 2011-2015

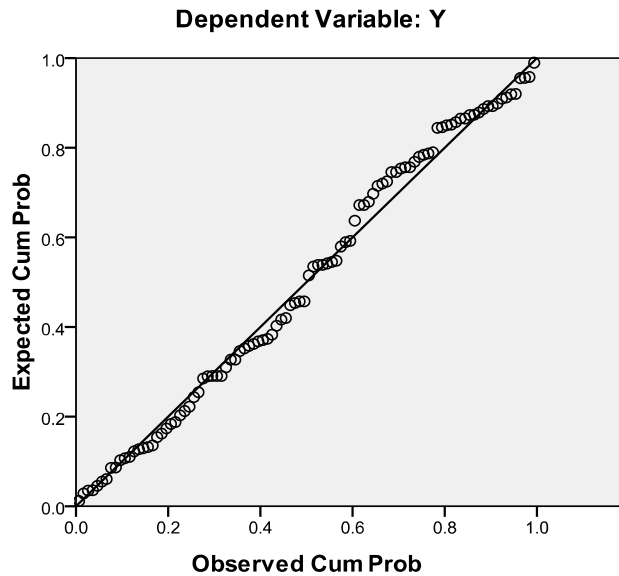
Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
ROA	155	.000	.657	.130	.112
DER	155	.108	17.409	.916	1.550
FCF	155	-16.544	.804	-.445	2.177
IOS	155	.000	58.481	5.252	10.220
DPR	155	.005	7.443	.681	.967
Valid N (listwise)	155				

Sumber : data sekunder diolah

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Salah satu cara untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka asumsi kenormalan terpenuhi. Hasil pengujian tersebut dapat dilihat pada gambar di bawah ini :



Gambar 1
 Normal Probability Plot
 Sumber : data sekunder diolah

Uji Multikolinieritas

Pada hasil analisa data yang diperoleh melalui uji asumsi klasik dengan menggunakan sub item uji multikolinieritas dapat diketahui melalui tabel sebagai berikut:

Tabel 2
 Hasil Uji Multikolinieritas
 Coefficients(a)

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
ROA	.986	1.045
DER	.988	1.034
FCF	.975	1.006
IOS	.983	1.001

Sumber : data sekunder diolah

berdasarkan hasil uji multikolinieritas yang ditampilkan pada lampiran, menunjukkan bahwa besarnya nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai *VIF* < 10, maka dari seluruh variabel telah memenuhi kriteria, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat gejala multikolinieritas dalam model regresi yang digunakan.

Uji Autokorelasi

Pada hasil analisa data yang diperoleh melalui uji asumsi klasik tentang otokorelasi dapat diketahui melalui tabel sebagai berikut:

Tabel 3
Uji Autokorelasi
Model Summary(b)

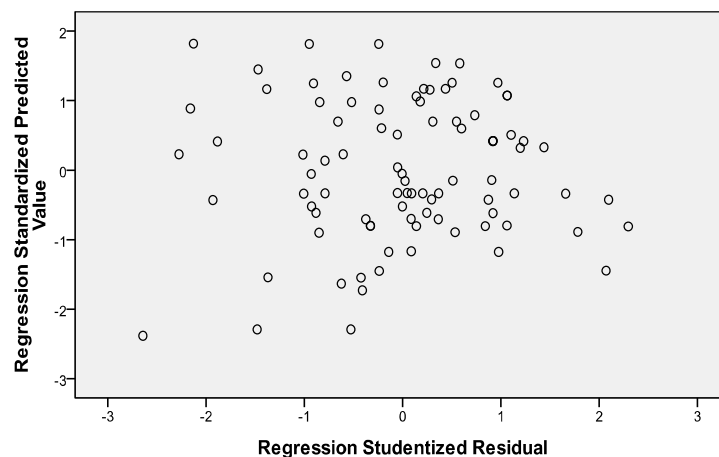
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.699 ^a	.680	.610	6.103	1.879

Sumber : data sekunder diolah

Dari tabel model *summary Return on Asset (ROA), Debt to Equity Ratio (DER), Free Cash Flow (FCF), Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR)*, diketahui nilai D-W sebesar 1.879, sedangkan alat deteksi yang dijadikan acuan angka D-W di bawah - 2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi, maka dapat dinyatakan tidak terdapat autokorelasi variabel bebas terhadap variabel terikat. Dengan demikian model regresi memenuhi persyaratan asumsi klasik tentang autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Deteksi ada tidaknya *Heteroskedastisitas* dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED. Adapun grafik *scatterplot* yang telah didapat dari hasil analisa adalah sebagai berikut :



Gambar 2

Grafik Scatterplot

Sumber : data sekunder diolah

Dapat diketahui dari grafik *scatterplot* tidak terdapat pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi *heteroskedastisitas*. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heterokedastisitas.

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda yang akan dihitung disini untuk mengetahui nilai standar koefisien regresi yang dimiliki oleh variabel bebas guna menentukan tingkat signifikansi terhadap variabel terikat. Berdasarkan dari hasil analisis dengan menggunakan program SPSS maka dapat dibuat persamaan regresi sebagai berikut :

$$Y = a + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e$$

$$Y = 2,851 + 2,421 + 0,864 + 0,334 + 0,146 + 1,754$$

$$Y = 8,37$$

Koefisien Determinasi

Hasil koefisien determinasi *Return on Asset (ROA)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Free Cash Flow (FCF)*, *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR) (Y)* dapat dilihat hasilnya pada tabel berikut :

Tabel 4
Hasil Koefisien Determinasi
Pengaruh ROA, DER, FCF, IOS terhadap DPR

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.699 ^a	.680	.610	6.103

Sumber : data sekunder diolah

Berdasarkan hasil perhitungan dengan bantuan program SPSS maka dapat diketahui R² yang diperoleh adalah sebesar 0,699 atau 69,9%. Angka tersebut memberikan arti bahwa DPR (Y) dipengaruhi oleh *Return on Asset (ROA)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Free Cash Flow (FCF)*, *Investment Opportunity Set (IOS)* sebesar 69,9%, sedangkan sisanya sebesar 30,1% dipengaruhi oleh faktor-faktor atau variabel lain di luar penelitian ini.

Uji Goodnes Of Fit (Uji F)

Uji *Goodnes Of Fit* (Uji F) digunakan untuk menguji apakah model regresi layak digunakan atau tidak. Hal ini dapat diketahui tingkat signifikan variabel bebas terhadap variabel terikat Adapun analisa dengan uji F dilakukan pada ketentuan pengujian sebagai berikut :

Tabel 5
Hasil Uji Kesesuaian Model
Pengaruh ROA, DER, FCF, IOS terhadap DPR

ANOVA ^b						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	53.431	4	64.311	21.233	.005 ^a
	Residual	6648.355	150	40.422		
	Total	6734.423	154			

Sumber : data sekunder diolah

Karena tingkat signifikansi F_{hitung} (X) sebesar 0,005 lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen yaitu *Return on Asset (ROA)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Free Cash Flow (FCF)*, *Investment Opportunity Set (IOS)* yang dimasukkan ke dalam model regresi merupakan variabel penjelas dari variabel dependen atau terikat yaitu variabel *Dividen Payout Ratio (DPR)*. Artinya model yang dibangun fit.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji signifikansi pengaruh secara parsial antara variabel-variabel bebas berupa *Return on Asset (ROA)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Free Cash Flow (FCF)*, *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap *Dividen Payout Ratio (DPR) (Y)*. Adapun analisa dengan uji t dilakukan pada ketentuan pengujian sebagai berikut :

Tabel 6
Hasil Analisis Uji t
Pengaruh ROA, DER, FCF, IOS terhadap DPR

Model		Unstandardized		Standardized	t	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2.851	1.754		2.268	.025
	ROA	2.421	4.645	.439	2.431	.020
	DER	.864	.443	.353	1.842	.042
	FCF	.334	.224	.235	1.633	.050
	IOS	.146	.001	.042	.652	.056

Sumber : data sekunder diolah

Dari hasil analisa yang ditunjukkan pada tabel diatas diketahui nilai signifikansi *Return on Asset* (ROA) sebesar $0,020 < 0,05$ maka H_1 diterima. Jadi dengan tingkat signifikan 5% dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan dari variabel bebas yaitu *Return on Asset* (ROA) terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR).

Dari hasil analisa yang ditunjukkan pada tabel diatas diketahui nilai signifikansi *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar $0,042 < 0,05$, maka H_1 ditolak. Jadi dengan tingkat signifikan 5% dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR).

Dari hasil analisa yang ditunjukkan pada tabel diatas diketahui nilai signifikansi *Free Cash Flow* (FCF) sebesar $0,05 \leq 0,05$ maka dianggap lebih kecil dari 0,05, sehingga H_1 diterima. Jadi dengan tingkat signifikan 5% dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas yaitu *Free Cash Flow* (FCF) terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR).

Sedangkan nilai signifikansi *Investment Opportunity Set* (IOS) sebesar $0,56 > 0,05$, maka H_0 diterima. Jadi dengan tingkat signifikan 5% dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel bebas yaitu *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR).

Pembahasan

Pengaruh *Return on Asset* terhadap *Deviden Payout Ratio*

Dari pengujian yang telah dilakukan terhadap *Return on Asset* (ROA) diketahui tingkat signifikansi dari *Return on Asset* (ROA) sebesar 0,020 lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. dapat disimpulkan bahwa *Return on Asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR). Artinya jika *return on asset* meningkat, maka *Dividend Payout Ratio* meningkat dan sebaliknya. Oleh karena itu besarnya ROA dapat dijadikan sebagai salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan. Pada umumnya, investor akan mengharapkan manfaat dari investasinya dalam bentuk dividen dan mereka akan tertarik untuk menanamkan modalnya ke perusahaan yang mempunyai laba yang tinggi atau stabil, sebab ROA ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba bersih.

Pengaruh *Debt to Equity Ratio* terhadap *Deviden Payout Ratio*

Dari pengujian yang telah dilakukan terhadap *Debt to Equity Ratio* (DER) diketahui tingkat signifikansi dari *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar 0,042 lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Jadi dapat disimpulkan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR). Semakin besar

DER menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Secara empiris ditemukan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Deviden Payout Ratio*

Dari pengujian yang telah dilakukan terhadap *Free Cash Flow* (FCF) diketahui tingkat signifikansi dari *Free Cash Flow* (FCF) sebesar 0,050 lebih kecil daripada tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Jadi dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar *free cash flow* maka perusahaan membagikan dividen semakin banyak. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mendapatkan tekanan dari penanam modal kepada pimpinan perusahaan dalam memberikan dividen. Hal tersebut dilakukan agar pimpinan perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan para penanam modal. Seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan meminimalkan biaya agensi.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Deviden Payout Ratio*

Dari pengujian yang telah dilakukan terhadap *Investment Opportunity Set* (IOS) diketahui tingkat signifikansi dari *Investment Opportunity Set* (IOS) sebesar 0,056 lebih besar daripada tingkat signifikansi 0,05, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Jadi dapat disimpulkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap *Deviden Payout Ratio* (DPR). Hal ini berarti *Investment opportunity set* yang rendah tidak akan menjamin tingkat dividen yang akan dibayarkan kepada investor akan tinggi. Artinya besar kecilnya set kesempatan investasi tidak berdampak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. pada kenyataannya perusahaan lebih menekankan pembayaran dividen yang stabil karena dapat menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang sehingga dapat menjadi daya tarik bagi investor yang lebih menyukai dividen. Perusahaan yang sudah cukup lama beroperasi kegiatannya lebih berfokus pada upaya menghasilkan keuntungan dan membagikannya kepada para pemegang saham dan telah memiliki banyak cadangan laba tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi para pemegang saham. Hal ini menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan manufaktur dalam menetapkan tingkat pembayaran dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan pembahasan dan analisis yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut : (1) Hasil uji R^2 dan hasil dari R^2 menunjukkan bahwa variabel *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* mampu menjelaskan 69,9% terhadap *Deviden Payout Ratio*, sedangkan sisanya 30,1% di jelaskan variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi. (2) Hasil dari pengujian goodness of fit (uji F) memiliki tingkat signifikan lebih kecil dari taraf signifikansi yang ditentukan, maka dapat disimpulkan bahwa variabel *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *Free Cash Flow*, *Investment* merupakan variabel penjelas dari variabel *Deviden Payout Ratio*. Artinya model yang dibangun fit atau baik. (3) Hasil dari regresi yaitu pada Uji t untuk

variabel *Return on Asset* memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya positif sehingga hipotesis diterima dan dapat disimpulkan bahwa *Return on Asset* berpengaruh positif terhadap *Deviden Payout Ratio*. (4) Hasil dari regresi yaitu pada Uji t untuk variabel *Debt to Equity Ratio* memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya negatif sehingga hipotesis ditolak dan dapat disimpulkan bahwa *Debt to Equity* tidak berpengaruh terhadap *Deviden Payout Ratio*. (5) Hasil dari regresi yaitu pada Uji t untuk variabel *Free Cash Flow* memiliki tingkat signifikan yang lebih kecil dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya positif sehingga hipotesis diterima dan dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Deviden Payout Ratio*. (6) Berdasarkan hasil dari regresi yaitu pada Uji t untuk variabel *Investment Opportunity set* memiliki tingkat signifikan yang lebih besar dari tingkat signifikansi yang ditentukan dan arah regresinya positif sehingga hipotesis ditolak dan dapat disimpulkan bahwa *Investment Opportunity* tidak berpengaruh terhadap *Deviden Payout Ratio*.

Saran

Adapun saran yang dapat diberikan dalam memperbaiki dan mengembangkan penelitian ini bagi perusahaan dan bagi peneliti selanjutnya adalah sebagai berikut : (1) Bagi manajemen, pihak manajemen harus memperhatikan setiap faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sebelum mengambil keputusan mengenai kebijakan dividen perusahaan agar tidak terjadi kekeliruan dalam menetapkan kebijakan dividen. (2) Bagi investor, sebaiknya lebih cermat dalam memilih perusahaan dimana mereka akan menginvestasikan dana yang dimiliki agar mendapat dividen sesuai dengan yang diharapkan. (3) Bagi peneliti selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel independen lain seperti *cash ratio*, kebijakan hutang, struktur kepemilikan, *growth*, *likuiditas*, dan lain sebagainya, sehingga diharapkan dapat memperoleh hasil yang lebih baik dari penelitian yang telah dilakukan ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Aristantia, D. dan I.M.P.D. Putra. 2015. Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan manufaktur. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 11(1):220-234.
- Ayuningtyas.2013. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth dan Firm Size terhadap Dividen Payout Ratio.*skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Diponegoro. Semarang.
- Brigham, E dan J. Houston. 2007. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.
- _____. 2009. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 1. Salemba Empat. Jakarta.
- _____. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11. Salemba Empat. Jakarta.
- Darsono dan ashari.2005. *Pedoman praktis memahami laporan keuangan*.salemba empat.Jakarta
- Gordon, M dan J. Lintner. 1956. Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and Taxes. *The American Economic Review*, 97-113
- Harahap, S.S. 2006. *Analisa Kritis Atas Laporan Keuangan*. Edisi Pertama. PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Kasmir. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers. Jakarta.
- Miller, M.H. dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Chicago Journals*. 34(2):411-433.

- Nugroho, R.F. 2010. Analisis Pengaruh Return On Equity, Insider Ownership, Investment Opportunity Set, Firm size, Cash Flow, dan debt ratio Terhadap Dividen Payot Ratio. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Priyo. 2013. Analisis Pengaruh Return On Asset, Debt to Equity Ratio, Firm Size, Growth dan Free Cash Flow Terhadap Dividen Payout Ratio. *skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro. Semarang.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- Suharyadi dan Purwanto. 2007. *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern*. Salemba Empat. Jakarta.
- Sundjaja, R dan I. Barlian . 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. Literata Lintas Media. Jakarta.
- Yendrawati, R dan F.R.A. Adhianza. 2013. Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan*, 2(1):32-41