

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN *LEVERAGE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Fina Bunga Lutfiana
fbepifania@gmail.com
Akhdmad Riduwan

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research aimed to examine the effect of Free cash flow (FCF), Investment Opportunity Set (IOS), and leverage on dividend policy through yearly financial report at property company stated in Indonesia Stock Exchange. The sample collecting technique in this research used purposive sampling method at property company stated in Indonesia Stock Exchange 2014-2016 and the company which share the dividend during the years. The samples were 24 companies per year which fullfilled the criteria. In addition, the analysis method used multiple linier regression analysis. According to the research result, it concluded that (a) free cash flow had positive effect on dividend policy since the company had cash surplus whic was used for the wealth of shareholders; (b) Investment Opportunity Set did not affect on the dividend policy, so that how low or high the IOS score of company did not affect on the dividend which was given; (c) leverage had negative effect on the dividend policy as high leverage decreased the company profit; thus, the amount of dividend would be low also. This condition was caused since the profit was to be used to pay debts.

Keywords: Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Leverage, Divident Policy

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *Free cash flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS), dan *leverage* terhadap kebijakan dividen melalui laporan keuangan tahunan perusahaan *property* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* pada perusahaan *property* yang *listing* di BEI selama periode 2014 - 2016 dan perusahaan *property* yang membagikan dividen secara berturut-turut sesuai periode tersebut. Sampel penelitian ini sebesar 24 perusahaan per tahun yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan. Metode analisis yang digunakan yaitu analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan : (a) *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena ketika perusahaan memiliki kelebihan kas maka kas tersebut digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham ; (b) *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga besar atau kecil nilai IOS yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi dividen yang dibayarkan ; (c) *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena angka *leverage* yang tinggi membuat rendahnya laba perusahaan yang berdampak pada rendahnya dividen yang dibayarkan karena laba perusahaan diprioritaskan untuk membayar hutang.

Kata kunci: *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Leverage, Kebijakan Dividen*

PENDAHULUAN

Pembangunan perekonomian di Indonesia dipengaruhi oleh berbagai macam sektor perusahaan, salah satunya adalah perusahaan jasa sektor *property dan realestate*. Pertambahan jumlah penduduk yang diikuti dengan bertambahnya kebutuhan manusia terhadap tempat tinggal, perkantoran, pusat perbelanjaan dan lain-lain membuat perusahaan *property dan realestate* semakin berkembang. Hal ini merupakan informasi yang positif bagi para investor, yang kemudian meresponnya dengan membeli saham perusahaan *property dan realestate* di pasar modal. Investor dapat menilai kinerja dan prestasi perusahaan *property dan realestate* melalui laporan keuangan yang dipublikasikan.

Perusahaan memerlukan penanaman modal investor untuk kelangsungan hidup perusahaan. Investor dapat berinvestasi pada pasar modal dengan membeli saham, reksadana, obligasi, deposito dan lain-lain. Investor yang memilih berinvestasi pada saham

memiliki tujuan yaitu untuk mendapatkan *return* berupa pendapatan dividen maupun pendapatan dari selisih harga jual dengan harga beli saham (*capital gain*). Investor lebih suka berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai kebijakan dividen yang relatif stabil atau cenderung naik dari waktu ke waktu karena investor beranggapan bahwa jika berinvestasi dengan kebijakan dividen yang stabil maka akan lebih terjamin pengembaliannya (Putri dalam (Achmad dan Rosidi, 2007)). Dana yang diperoleh perusahaan melalui penanaman modal oleh investor akan diolah oleh manajer perusahaan sehingga dapat menghasilkan laba bagi perusahaan dan dapat menghasilkan *return* bagi investor. Mulyono (dalam Husnan, 1996) menyatakan bahwa perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham.

Investor akan bekerjasama dengan manajer untuk pertumbuhan dan perkembangan perusahaan karena manajer selaku pengelola perusahaan memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan. Namun, kepentingan investor dapat berbeda dengan kepentingan manajer. Investor menginginkan laba perusahaan dapat dikembalikan kepada investor melalui pembagian dividen sebagai *return* atas saham yang dimiliki. Manajer menginginkan laba perusahaan dapat diinvestasikan kembali untuk pertumbuhan perusahaan sehingga dapat mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan. Berdasarkan konflik tersebut, muncullah teori keagenan.

Menurut Zahrah (dalam Sartono, 2010) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk saldo 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 finansial, arus pendanaan dan posisi likuiditas. Investor lebih tertarik untuk mendapatkan *return* berupa dividen dibandingkan *capital gain* yang memiliki risiko lebih besar. Besarnya dividen tergantung pada laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen yang dibuat oleh manajemen perusahaan. Kebijakan pembayaran dividen memberikan dampak penting dalam suatu perusahaan karena melibatkan kepentingan berbagai pihak seperti pemegang saham, manajer dan kreditor (Prabowo dan Salim, 2013). Bagi pihak manajemen, dividen kas merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Oleh karenanya kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang. Bagi kreditor, dividen kas dapat menjadi *signal* mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman (Suharli, 2006).

Arus kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2006:65). Pemegang saham mengharapkan pembagian dividen yang diambil dari adanya *free cash flow*, sedangkan manajer perusahaan mengharapkan *free cash flow* dapat digunakan untuk investasi pada proyek yang menguntungkan. Penelitian yang dilakukan oleh Arfan dan Maywindlan (2013) serta Prabowo dan Salim (2013) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan dividen juga dapat dipengaruhi oleh *Investment Opportunity Set* (IOS) serta *leverage*. Perusahaan yang memiliki *Investment Opportunity Set* (IOS) tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen (Mulyono, 2009). *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah suatu pilihan kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan dengan beberapa pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers, 1977). Penurunan pembayaran dividen dapat terjadi karena dana

yang dimiliki perusahaan digunakan untuk meningkatkan penjualan yang diharapkan dapat meningkatkan nilai IOS. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh signifikan negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Faktor lain yang dinilai dapat mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen adalah *leverage*. Menurut Irawati (2006), *leverage* merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan. *Leverage* merupakan suatu ukuran yang menunjukkan seberapa besar pendanaan yang dibelanjai dengan hutang (Zahrah, 2017). Perusahaan yang tidak memiliki angka *leverage* berarti perusahaan tersebut menggunakan modal sendiri tanpa pinjaman modal dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Namun, apabila suatu perusahaan memiliki angka *leverage* yang tinggi, berarti sebagian besar modal perusahaan diperoleh dari hutang dan perusahaan harus mengalokasikan pendapatannya untuk melunasi hutang beserta beban bunganya. Hal ini menyebabkan penurunan dividen karena keuntungan perusahaan telah digunakan untuk melunasi hutang. Jika angka *leverage* suatu perusahaan rendah, keuntungan yang diperoleh perusahaan dialokasikan untuk kesejahteraan pemegang saham melalui pembayaran dividen.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (2) apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?; (3) apakah *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen? Berdasarkan rumusan masalah yang telah diuraikan, maka tujuan yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) untuk mengetahui pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen; (2) untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen; (3) untuk mengetahui pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Agency (*Agency Theory*)

Teori ini menjelaskan adanya hubungan kontraktual antara dua pihak atau lebih yang salah satu pihak disebut prinsipal (*principal*) yang menyewa pihak lain yang disebut agen (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa atas nama pemilik yang meliputi pendelegasian wewenang (Jensen dan Meckling, 1976). Pemegang saham yang disebut *principal* memberikan tanggung jawab kepada manajemen perusahaan yang disebut *agent* atas pengambilan keputusan bagi perusahaan. Namun, kepentingan pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*) dapat berbeda karena masing-masing pihak ingin meningkatkan kemakmuran diri sendiri sehingga mengakibatkan terjadinya konflik. Konflik perbedaan kepentingan ini semakin meningkat karena tindakan manajer (*agent*) dalam mengelola perusahaan tidak dapat diawasi secara penuh oleh pemegang saham (*principal*) dan *agent* yang mengelola perusahaan secara langsung memiliki lebih banyak informasi penting tentang perusahaan. Hal ini menyebabkan adanya ketidakseimbangan informasi (*information asymmetry*).

Definisi Kebijakan Dividen

Menurut Setiawati (dalam Sutrisno, 2012 : 266), kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Kebijakan manajemen dalam menentukan besarnya dividen yang akan dibagi akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan. Apabila manajer memiliki kebijakan memakai laba perusahaan untuk membagikan dividen dengan nilai tinggi, maka laba ditahan yang dimiliki perusahaan akan berkurang sehingga perusahaan hanya memiliki sedikit dana internal untuk mengembangkan

perusahaan. Namun, apabila perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka perusahaan akan memiliki dana internal yang tinggi yang dapat digunakan untuk *reinvestment*. Semakin rendah laba ditahan akibatnya akan memperkecil kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba yang pada akhirnya akan memperkecil pertumbuhan dividen (Setiawati, 2016).

Menurut Zahrah (dalam Sundjadja dan Barlin, 2010) terdapat 4 jenis dividen, yaitu (1) Dividen tunai (*Cash Dividend*); (2) Dividen saham (*Stock Dividend*); (3) Dividen Harta (*Property Dividend*); (4) Dividen Likuiditas (*Liquidating Dividend*). Ada dua alternatif kebijakan dividen yang dapat ditetapkan oleh perusahaan, yaitu *stable dividend policy* dan *fluctuating dividend policy* (Khomaria, 2014). *Stable dividend policy* yaitu kebijakan pembayaran dividen dalam jumlah yang tetap (jumlah yang stabil) walaupun terjadi perubahan tingkat keuntungan perusahaan. *Fluctuating dividend policy* yaitu kebijakan pembayaran dividen yang tergantung pada tingkat keuntungan perusahaan. Apabila perusahaan memiliki tingkat keuntungan yang tinggi, maka perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah besar. Sebaliknya, apabila tingkat keuntungan perusahaan rendah, maka dividen yang akan dibayarkan juga rendah. Jika dividen yang dibayarkan berbeda dengan yang diharapkan, harga saham dapat berfluktuasi dan hal ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan dimata investor. Untuk itu, peran manajer (*agent*) sangat penting didalam menentukan kebijakan pembayaran dividen yang optimal sehingga dapat menaikkan harga saham perusahaan dan nilai perusahaan.

Free Cash Flow (Arus Kas Bebas)

Arus kas bebas berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2001). *Free cash flow* perusahaan dapat digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham, membayar hutang kepada kreditur, untuk *reinvestment* guna memperluas usaha dan digunakan untuk pembelian saham kembali (*buyback*). Sehingga manajemen harus dengan bijak didalam menggunakan *free cash flow* agar tidak merugikan perusahaan. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* (arus kas bebas) yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prestasi yang baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Namun, *free cash flow* yg tinggi dapat menjadi sebuah konflik. Pemegang saham mengharapkan pembagian dividen yang diambil dari adanya *free cash flow*, sedangkan manajer perusahaan mengharapkan *free cash flow* dapat digunakan untuk investasi pada proyek yang menguntungkan.

Arus kas bebas (*free cash flow*) dibagi menjadi dua, yaitu arus kas bebas positif dan arus kas bebas negatif. Perusahaan dengan arus kas bebas positif berarti perusahaan memiliki kelebihan arus kas bebas yang dapat digunakan untuk melakukan investasi (*reinvestment*), membayar hutang, membayar dividen bagi pemegang saham dan dapat dapat digunakan untuk pembelian saham kembali (*buyback*). Perusahaan dengan arus kas bebas negatif berarti perusahaan tidak memiliki arus kas bebas yang cukup, sehingga perusahaan tidak dapat melakukan ekspansi karena perusahaan kekurangan dana. *Free cash flow* dapat dihitung dengan melihat laporan arus kas perusahaan.

Investment Opportunity Set

Perusahaan dengan kinerja baik memiliki banyak pilihan investasi (*investment option*) yang dapat dilakukan guna keberlangsungan hidup perusahaan di masa akan datang. Untuk melakukan investasi tentunya memerlukan dana yang besar yang dapat diambil dari modal dalam perusahaan sendiri dan juga hasil dari penjualan saham kepada investor. Pilihan investasi dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS). Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) yang mendefinisikan IOS yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. IOS dapat dihitung

menggunakan beberapa proksi. Menurut Khomaria (dalam Kallapur dan Trombley, 1999), secara umum proksi-proksi IOS digolongkan ke dalam empat tipe, yaitu: (1) Proksi berbasis pada harga: proksi ini menyatakan prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan aktiva riilnya (*assets in place*); (2) Proksi berbasis investasi: mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan; (3) Proksi berbasis varian: mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan *variability return* yang mendasari peningkatan aktiva; (4) Proksi gabungan dari proksi individual yang dilakukan sebagai upaya untuk mengurangi *measurement error* yang ada pada proksi individual, sehingga akan menghasilkan pengukuran yang lebih baik untuk IOS. Nilai IOS tiap perusahaan dapat berbeda tergantung pada aktiva yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki nilai IOS tinggi juga memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Pertumbuhan yang tinggi dibiayai dengan menggunakan dana internal perusahaan yang berdampak pada penurunan dividen.

Leverage

Kebijakan pendanaan suatu perusahaan berkaitan erat dengan kebijakan investasi yang akan dilakukan serta merupakan modal bagi perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional. Sumber pendanaan suatu perusahaan dapat berasal dari internal seperti modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan serta dari eksternal berupa hutang jangka panjang maupun jangka pendek (Andriani dalam Jortan, 2007). Menurut Irawati (2006), *leverage* merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan. Semakin tinggi angka *leverage* akan mempengaruhi perusahaan di dalam membagi dividen karena laba yang dimiliki akan diprioritaskan untuk membayar kewajiban hutang kepada kreditor dari pada membayar dividen kepada pemegang saham. Namun apabila angka *leverage* perusahaan rendah, maka perusahaan akan menggunakan laba untuk menyejahterakan pemegang saham dengan membayar dividen yang tinggi. Investor dapat menilai *return* yang akan diterima di masa mendatang dengan mempelajari angka *leverage* suatu perusahaan.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh *Free cash flow* terhadap Kebijakan Dividen

Sumber *Free cash flow* (arus kas bebas) merupakan uang tunai atau uang kas perusahaan yang tersisa dari kegiatan operasional, investasi dan pendanaan dimana kas sisa ini dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor. Arus kas bebas dibagi menjadi dua yaitu arus kas bebas positif artinya perusahaan memiliki kelebihan arus kas bebas yang dapat digunakan untuk melakukan investasi (*reinvestment*), membayar hutang, membayar dividen bagi pemegang saham dan dapat digunakan untuk pembelian saham kembali (*buyback*) dan arus kas bebas negatif artinya perusahaan tidak memiliki arus kas bebas yang cukup, sehingga perusahaan tidak dapat melakukan ekspansi karena perusahaan kekurangan dana. Penelitian yang dilakukan Zahrah (2017) dan Andriani (2016) memperlihatkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Perusahaan yang memiliki *free cash flow* besar akan mendapat tekanan dari penanam modal kepada pimpinan perusahaan dalam memberikan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini yaitu :

H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan pasti memiliki banyak pilihan investasi. Pilihan investasi tersebut dikenal dengan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS). Ketika

perusahaan mengalami pertumbuhan yang cepat, maka manajer perusahaan menggunakan dana yang ada untuk berinvestasi pada proyek-proyek baru daripada digunakan untuk membayar dividen. Sebaliknya, apabila perusahaan mengalami pertumbuhan yang lambat, maka perusahaan memilih membayar dividen lebih tinggi untuk menghindari adanya *overinvestment*. Penelitian mengenai pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen dilakukan oleh Mulyono (2009) dengan hasil ada pengaruh negatif antara variabel IOS dengan variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR). Perusahaan dengan IOS yang tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Untuk membiayai peluang tersebut, perusahaan menurunkan pembagian dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini yaitu :

H2 : *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Irawati (2006), *leverage* merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan. Semakin tinggi angka *leverage* akan mempengaruhi perusahaan di dalam membagi dividen karena laba yang dimiliki akan diprioritaskan untuk membayar kewajiban hutang kepada kreditor dari pada membayar dividen kepada pemegang saham. Namun apabila angka *leverage* perusahaan rendah, maka perusahaan akan menggunakan laba untuk menyejahterakan pemegang saham dengan membayar dividen yang tinggi. Menurut penelitian yang dilakukan Putri (2013), kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi hutang maka perusahaan akan membayar dividen rendah karena perusahaan cenderung menahan laba yang diperoleh sebagai cadangan untuk melunasi kewajibannya. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis penelitian ini yaitu :

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif yaitu penelitian yang menekankan pada pengujian teori melalui pengukuran variabel dan analisis data statistik. Penelitian kuantitatif menggunakan pendekatan deduktif yang merupakan proses membuat kesimpulan teoritis melalui generalisasi logis dari fakta.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property* dan *realestate* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016. Penulis tertarik terhadap perusahaan sektor *property* dan *realestate* karena berinvestasi pada perusahaan tersebut bersifat jangka panjang dan cenderung memiliki nilai aset yang tinggi dan stabil.

Teknik Pengambilan Sampel

Jumlah populasi yang banyak membuat penulis memiliki target sampel yang akan diteliti agar lebih efisien dan menghasilkan penelitian yang terpercaya. Cara pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling* yang memiliki kriteria tertentu yakni: (1) Perusahaan *property* dan *realestate* yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2014-2016; (2) Perusahaan *property* dan *realestate* yang membagi dividen berturut-turut selama periode 2014-2016; (3) Menyajikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode 2014-2016. Dari kriteria sampel tersebut, penelitian ini menggunakan 24 perusahaan *property* dan *realestate* yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan penulis. Sehingga total sampel selama tiga tahun yaitu sebesar 72 sampel.

Teknik Pengumpulan Data

Penulis menggunakan data dokumenter yang merupakan jenis data penelitian berupa arsip yang terpublikasi yang memuat apa dan kapan suatu kejadian atau transaksi serta siapa yang terlibat dalam suatu kejadian. Data yang dihimpun penulis berupa data sekunder yang diperoleh secara tidak langsung, melainkan melalui media perantara atau pihak lain. Data yang dikumpulkan berupa data dokumenter yaitu laporan keuangan perusahaan yang terpublikasi pada Bursa Efek Indonesia (BEI) yang dapat diakses melalui laman web (www.idx.co.id). Penulis mengumpulkan data melalui studi kepustakaan dengan cara mempelajari jurnal, penelitian terdahulu, serta artikel yang berkaitan dengan variabel dalam penelitian ini yaitu *free cash flow*, *investment opportunity set*, *leverage* dan *dividend payout ratio*.

Definisi Operasional dan Variabel

Variabel Independen

Free Cash Flow

Menurut Andriani (dalam Rosdini, 2009) *free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset. *Free cash flow* dapat dihitung dengan melihat laporan arus kas perusahaan. Perusahaan dengan *free cash flow* positif berarti memiliki kelebihan arus kas, sedangkan perusahaan dengan *free cash flow* negatif berarti perusahaan tidak memiliki kecukupan dana untuk melakukan ekspansi. *Free cash flow* dihitung menggunakan rumus Kieso dan Warfield (2011):

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

Investment Opportunity Set

Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) yang mendefinisikan IOS yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Kemampuan perusahaan dalam mengambil kesempatan berinvestasi bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*) sehingga untuk menghitung IOS menggunakan proksi. Penelitian ini menggunakan satu proksi untuk menghitung pengaruh IOS terhadap dividen. Proksi yang digunakan adalah *Market to Book Value of Equity* (BVE/MVE) yang merupakan proksi IOS berdasarkan harga. Rasio *market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa depan dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan (Mulyono (dalam Tarjo dan Hartono, 2003)). Cara menghitung MVE adalah lembar saham beredar dikalikan dengan harga penutupan saham dibagi total ekuitas.

Leverage

Menurut Irawati (2006), *leverage* merupakan suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan. *Leverage* juga memiliki definisi yaitu jumlah utang yang digunakan untuk membiayai / membeli aset-aset perusahaan. Perusahaan yang memiliki utang lebih besar dari *equity* dikatakan sebagai perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi (Fakhrudin, 2008:109). Penelitian ini menggunakan *debt to equity ratio* (DER) untuk menghitung angka *leverage* perusahaan. Cara menghitung DER yaitu total hutang dibagi total ekuitas.

Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel dependen. Menurut Setiawati (dalam Sutrisno, 2012: 266), kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan

besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. *Dividend Payout Ratio (DPR)* adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) di dalam perusahaan (Mulyono, 2009). Cara menghitung DPR yaitu dividen per lembar saham dibagi laba per lembar saham.

Teknik Analisis Data

Statistik riset yang digunakan oleh penulis yakni statistik inferensial. Statistik ini digunakan untuk mengolah data kuantitatif yang bertujuan untuk menganalisis data sampel yang hasilnya diberlakukan untuk populasi. Analisis data pada penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda karena penulis melibatkan lebih dari dua variabel. Data tersebut diolah dengan *software* yaitu *Statistical Package for Social Science (SPSS)*. Berikut adalah formula dalam penelitian ini:

$$DPR = \beta + \beta_1FCF + \beta_2IOS + \beta_3LEV + e$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio*

β : Konstanta

$\beta_1 - \beta_3$: Koefisien regresi

FCF : *Free cash flow*

IOS : *Investment Opportunity Set*

LEV : *Leverage*

e : *error*

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan menguji distribusi normal pada model regresi, variabel pengganggu atau residual. Biasanya regresi yang baik memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Ghozali (2009) menyatakan bahwa prinsip normalitas dapat dideteksi dengan cara melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Apabila data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal berarti model regresi berdistribusi normal. Namun apabila data meyebar jauh dan atau tidak mengikuti arah garis berarti model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas dengan kata lain model regresi tidak berdistribusi normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah antar variabel independen terdapat korelasi dalam model regresi. Jika tidak terdapat korelasi antar variabel independen maka model regresi tersebut dapat dikatakan model regresi yang baik (Ghozali, 2006). Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas menggunakan *tolerance* dan *Variance Inflation Factor (VIF)*. Dikatakan ada multikolinearitas jika nilai $VIF > 10$ dan/atau nilai *tolerance* $< 0,01$.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan antara varian dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain (Ghozali, 2009). Heteroskedastisitas dideteksi dengan melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel dependen (Z-PRED) dan residualnya (S-RESID), dimana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi dan sumbu X adalah (Y yang diprediksi - Y sesungguhnya). Apabila titik-titik pada grafik *scatterplot* menyebar secara acak dan tidak membentuk pola, maka tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga model layak dipakai (Andriani, 2016).

Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi dapat diartikan bahwa terdapat korelasi antar waktu. Sehingga bisa diartikan dengan mudah bahwa autokorelasi ini sering terjadi pada regresi linear berganda dengan data *time series* atau runtun waktu. Dan jarang sekali terjadi pada data *cross section*. Autokorelasi diuji menggunakan nilai *Durbin Watson* (DW) dan *run test*. Jika menggunakan uji *Durbin Watson*, nilai signifikansi > 0,05 maka tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi (Ghozali, 2009). Hasil pengujian DW akan dibandingkan dengan *Durbin Watson* Tabel, yaitu *Durbin Upper* (DU) dan *Durbin Lower* (DL) dengan ketentuan sebagai berikut : (a) Nilai DW < dl = ada autokorelasi positif; (b) dl < nilai DW < du = tidak dapat disimpulkan; (c) du < nilai DW < 4 - du = tidak ada autokorelasi; (d) Nilai DW > 4-dl = ada autokorelasi negatif.

Pengujian Hipotesis

Uji Kelayakan Model Penelitian (Uji f)

Uji f menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan ke dalam model regresi memiliki pengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah *Free cash flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Leverage*. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang dihitung dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Apabila nilai uji F > 0,05 maka Ho diterima dan Hi ditolak yang artinya *Free cash flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Leverage* tidak memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Apabila nilai uji F ≤ 0,05 maka Ho ditolak dan Hi diterima yang artinya *Free cash flow* (FCF), *Investment Opportunity Set* (IOS) dan *Leverage* memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Analisis Koefisien Determinasi Multiple (R2)

Uji Analisis Koefisien Determinasi *Multiple* (R2) merupakan ukuran untuk mengetahui kesesuaian atau ketetapan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dalam suatu persamaan regresi (Andriani, 2016). Nilai koefisien determinasi dalam SPSS ditunjukkan pada tabel *Model Summary* dan tertulis *R Square*. Skala *R Square* yaitu antara 0 sampai 1 sehingga nilai *R Square* dikatakan baik jika diatas 0,5.

Uji statistik t

Uji t berfungsi menguji pengaruh dari *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *leverage* secara parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property* dan *realestate*. Kriteria pengujian secara parsial dengan tingkat signifikansi β = 0,05 yaitu: (a) Jika nilai signifikansi uji t > 0,05 maka Ho diterima dan Hi ditolak yang berarti *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (b) Jika nilai signifikansi uji t ≤ 0,05 maka Ho ditolak dan Hi terdukung yang berarti *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji Statistik Deskriptif

Uji statistik deskriptif menunjukkan nilai minimum, maksimum, dan rata-rata dari setiap variabel. Hasil uji statistik deskriptif disajikan pada tabel 1.

Tabel 1

	N	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian			
		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	72	,02	,95	,2272	,19190
DER	72	,14	5,24	,9913	,81449
IOS	72	,38	7,53	2,2768	1,70013
FCF	72	-14156793,00	951353,00	-813308,20	2051086,83
Valid N (listwise)	72				

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Variabel IOS memiliki nilai rata-rata sebesar 2,27 yang berarti perusahaan sampel rata-rata memiliki kesempatan bertumbuh di masa depan 2 kali dari nilai ekuitasnya. Nilai tertinggi sebesar 7,53 dimiliki oleh Plaza Indonesia Realty, Tbk pada tahun 2016, sedangkan nilai minimum sebesar 0,38 dimiliki oleh Pudjadi Prestige, Tbk pada tahun 2016. Variabel FCF memiliki nilai rata-rata sebesar -813.308 (dalam jutaan rupiah) yang berarti rata-rata perusahaan sampel memiliki *free cash flow* negatif. Sedangkan nilai maksimum sebesar 951.353 (dalam jutaan rupiah) yang dimiliki oleh Metropolitan Kentjana, Tbk pada tahun 2015. Nilai minimum FCF sebesar -14.156.793 (dalam jutaan rupiah) dimiliki oleh Waskita Karya, Tbk pada tahun 2016.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

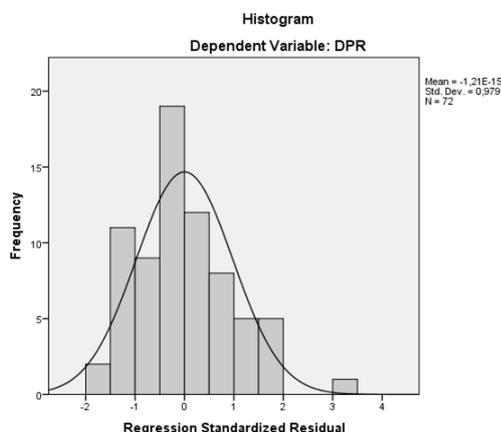
Uji normalitas dilakukan pada model untuk mengetahui apakah data yang diambil berasal dari populasi yang berdistribusi normal. Model regresi yang baik adalah berdistribusi normal atau mendekati normal. Jika data tidak mengikuti pola sebaran distribusi normal, maka akan diperoleh taksiran yang bias. Pengujian normalitas dilakukan melalui tes *Kolmogorov-Smirnov*. Analisis kenormalan berdasarkan metode *Kolmogorov-Smirnov* mensyaratkan kurva normal apabila nilai *Asymp. Sig.* berada di atas batas *maximum error*, yaitu 0,05.

Tabel 2
Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		72
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000
	Std. Deviation	,10449
Most Extreme Differences	Absolute	,089
	Positive	,089
	Negative	-,057
Test Statistic		,089
Asymp. Sig. (2-tailed)		,200 ^{c,d}

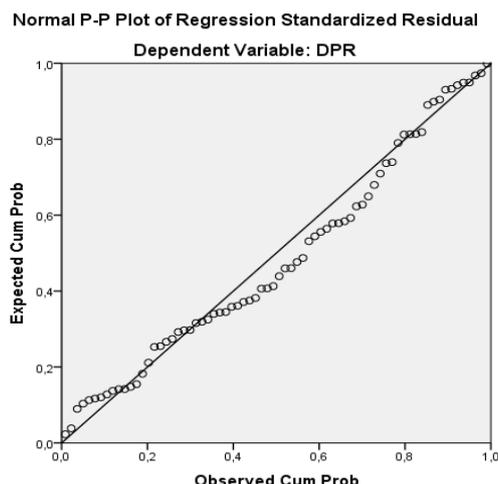
Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Dari tabel 3 dihasilkan uji normalitas dengan nilai sig sebesar 0,200. Karena nilai sig (0,200) > 0,05 maka dapat disimpulkan data penelitian berdistribusi normal. Berikut adalah gambar histogram hasil olah data SPSS 24.



Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Gambar 1
Histogram Distribusi Data



Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Gambar 2
Grafik Plot

Dari gambar 1 dan 2 disajikan histogram dan grafik plot, bahwa data telah terdistribusi normal, sehingga asumsi normalitas telah terpenuhi.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas merupakan kondisi dimana terdapat korelasi antara beberapa atau semua variabel bebas. Dampak apabila terjadi multikolinearitas adalah nilai koefisien beta dari variabel independen dapat berubah signifikan apabila terdapat penambahan atau pengurangan variabel independen. Untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas adalah dengan menggunakan *Variance Inflation Factors* (VIF). Dari output yang disajikan pada tabel 4, dapat dilihat bahwa variabel independen memiliki nilai VIF kurang dari 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat multikolinearitas dalam data.

Tabel 3
Uji Multikolinearitas

Model 1	Tolerance	VIF
FCF	,894	1,119
IOS	,955	1,047
DER	,887	1,127

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Uji Heteroskedastisitas

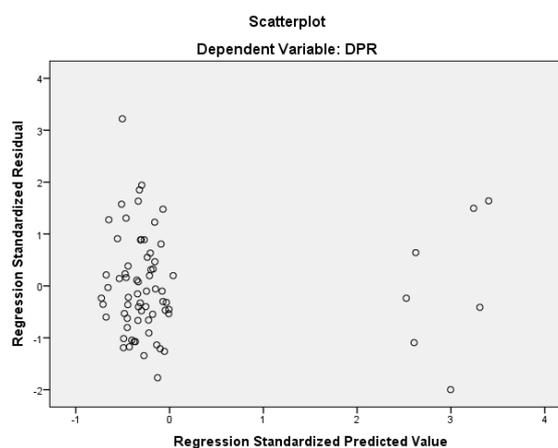
Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut homoskedastisitas. Untuk menguji ada tidaknya heteroskedastisitas dilakukan dengan cara mengkorelasikan setiap variabel bebas dengan nilai mutlak residualnya menggunakan korelasi *Rank Spearman*. Dengan kriteria apabila *p value* atau signifikansi > 0,05.

Tabel 4
Uji Heteroskedastisitas

			FCF	IOS	DER	Unstandardized Residual
Spearman's rho	FCF	Correlation Coefficient	1,000	,132	,144	-,066
		Sig. (2-tailed)	.	,269	,229	,581
		N	72	72	72	72
	IOS	Correlation Coefficient	,132	1,000	-,179	,062
		Sig. (2-tailed)	,269	.	,132	,606
		N	72	72	72	72
	DER	Correlation Coefficient	,144	-,179	1,000	,009
		Sig. (2-tailed)	,229	,132	.	,940
		N	72	72	72	72
	Unstandardized Residual	Correlation Coefficient	-,066	,062	,009	1,000
		Sig. (2-tailed)	,581	,606	,940	.
		N	72	72	72	72

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Dari output yang disajikan pada tabel 4, dapat dilihat bahwa terdapat korelasi yang tidak signifikan. Hal ini dilihat dari nilai *p-value* (Sig) yang lebih besar dari 0,05. Sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi. Gejala heteroskedastisitas juga dapat dilihat dari persebaran data yang tampak pada diagram scatterplot. Dari hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan SPSS 24 berikut adalah diagram *scatterplot*:



Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Gambar 4
Diagram Scatterplot

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik autokorelasi yaitu korelasi yang terjadi antara residual pada satu pengamatan dengan pengamatan lain pada model regresi. Uji autokorelasi dilakukan dengan menggunakan uji statistik *Durbin Watson*, yaitu dengan membandingkan angka *Durbin-Watson* hitung (DW) dengan nilai kritisnya (dL dan dU). Kriteria pengambilan kesimpulan : (1) jika $DW < dL$ atau $DW > 4 - dL$, maka terdapat autokorelasi; (2) jika $dU < DW < 4 - dU$, maka tidak terdapat autokorelasi; (3) jika $dL \leq DW \leq dU$ atau $4 - dU \leq DW \leq 4 - dL$, uji *Durbin Watson* tidak menghasilkan kesimpulan yang pasti (*inconclusive*).

Dengan ukuran sampel $n = 72$, $\alpha = 0,05$ dan banyaknya variabel independen $k = 3$, didapat nilai kritis $dL = 1,56112$ dan $dU = 1,67507$. Hasil pengujian autokorelasi disajikan pada tabel berikut :

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi

Mode	Durbin-Watson
1	
1	2.062

b. Dependent Variable: MLR

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Berdasarkan tabel diatas diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,062. Karena nilai DW berada di antara $dU (1,67507) < DW (2,062) < 4-dU (2,32493)$, maka dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi.

Pengujian Regresi Linier Berganda
Uji Kelayakan Model Penelitian (Uji F)

Untuk mengetahui signifikan atau tidaknya suatu pengaruh dari variabel-variabel bebas secara bersama-sama terhadap suatu variabel tidak bebas dilakukan uji F. Berikut adalah tabel hasil uji f berdasarkan hasil pengolahan data dengan program SPSS 24:

Tabel 6
Hasil Uji Kelayakan Model Penelitian

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1,852	3	,617	54,150	,000 ^b
	Residual	,775	68	,011		
	Total	2,627	71			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), DER, IOS, FCF

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Berdasarkan hasil SPSS 24 yang disajikan pada tabel 6, nilai sig $< 0,05$, yaitu 0,000 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi layak untuk digunakan sebagai model regresi. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa secara simultan terdapat pengaruh yang signifikan dari DER, IOS, FCF terhadap DPR.

Uji Koefisien Determinasi (R2)

Untuk mengetahui hubungan secara bersama-sama antara DER, IOS, dan FCF dengan DPR digunakan analisis regresi berganda (R). Berdasarkan hasil yang disajikan pada tabel 7, diperoleh nilai koefisien korelasi (R) sebesar 0,840 atau 84,0%. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara DER, IOS, FCF, dengan DPR. Sedangkan besarnya pengaruh DER, IOS, FCF, terhadap DPR berdasarkan persamaan regresi dapat ditunjukkan oleh koefisien determinasi (R2) yaitu 70,5%, artinya DER, IOS, FCF memberikan pengaruh sebesar 70,5% terhadap DPR. Sedangkan sisanya sebesar 29,5% merupakan kontribusi variabel lain.

Tabel 7
Koefisien Korelasi dan Koefisien Determinasi

Model Summary ^b				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.840 ^a	.705	.692	.10677

a. Predictors: (Constant), DER, IOS, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Uji Statistik t

Untuk mengetahui signifikan atau tidaknya suatu pengaruh dari variabel-variabel bebas secara parsial terhadap suatu variabel tidak bebas digunakan uji t. Hasil uji t berdasarkan pengolahan SPSS 24 disajikan pada tabel 8, dari hasil tersebut dapat diketahui variabel FCF memiliki nilai signifikansi (0,00) < alpha (0,05) sehingga variabel independen FCF berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen DPR. Nilai t hitung menunjukkan angka positif yang berarti terdapat pengaruh positif variabel FCF terhadap variabel DPR, sehingga hipotesis 1 tidak ditolak. Variabel independen IOS memiliki nilai signifikansi (0,628) > alpha (0,05), sehingga variabel independen IOS tidak berpengaruh terhadap variabel independen DPR, sehingga hipotesis 2 ditolak. Variabel independen DER memiliki nilai signifikansi (0,002) < alpha (0,05), sehingga variabel dependen DER berpengaruh signifikan terhadap variabel independen DPR, sehingga hipotesis 3 tidak ditolak. Nilai t hitung menunjukkan angka negatif yang berarti terdapat pengaruh negatif variabel DER terhadap variabel DPR, sehingga hipotesis 3 tidak ditolak.

Tabel 8
Hasil Uji Statistik t
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-,234	,041		-,567	,000
	FCF	,392	,032	,860	12,345	,000
	IOS	,011	,023	,033	,487	,628
	DER	-,136	,083	-,115	-1,638	,002

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), FCF, IOS, DER

Sumber: Data Sekunder Diolah (2018)

Berdasarkan perhitungan di atas, diperoleh bentuk persamaan regresi berdasarkan koefisien beta (β) yaitu,

$$DPR = -2,34 + 0,392FCF + 0,011IOS - 0,136DER$$

Pembahasan

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Dari Hasil pengujian *free cash flow* menunjukkan adanya pengaruh positif terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis pertama dalam penelitian tidak ditolak. *Free cash flow* merupakan cerminan kesehatan dan pertumbuhan suatu perusahaan. *Free cash flow* terbagi menjadi dua, yaitu *free cash flow* positif dan *free cash flow* negatif. Perusahaan dengan *free cash flow* positif berarti memiliki kelebihan arus kas, sedangkan perusahaan dengan *free cash flow* negatif berarti perusahaan tidak memiliki kecukupan dana untuk melakukan ekspansi. Ketika

perusahaan memiliki *free cash flow* yang besar, maka *free cash flow* dapat digunakan untuk pembayaran dividen. Sehingga semakin besar *free cash flow*, semakin besar pula dividen yang dibagikan. Pembagian dividen yang meningkat akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dan menjamin kemampuan perusahaan di masa yang akan datang.

Penelitian yang dilakukan Zahrah (2017) dan Suci (2016) juga memberikan hasil yang sama yaitu *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Manajer perusahaan akan dituntut membayar dividen dalam jumlah besar ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi agar *free cash flow* tersebut tidak disalahgunakan oleh manajer perusahaan.

Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Penelitian ini memberi hasil bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. IOS yang merupakan kesempatan perusahaan untuk berinvestasi tidak memberikan pengaruh terhadap dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Perusahaan dengan angka IOS yang tinggi berarti perusahaan memiliki kesempatan berinvestasi, namun hal ini tidak memiliki pengaruh terhadap dividen yang dibayarkan. Karena perusahaan telah mencadangkan dana khusus untuk berinvestasi sehingga perusahaan tidak akan kehilangan kesempatan berinvestasi untuk pertumbuhan di masa yang akan datang. Berdasarkan hasil tersebut, maka hipotesis kedua pada penelitian ini ditolak.

Zahrah (2017) dan Ayu (2013) juga mengatakan IOS tidak berpengaruh terhadap dividen. Kebijakan perusahaan dalam menentukan dividen yang dibayarkan tidak bergantung pada besar kecilnya nilai IOS suatu perusahaan. Sehingga nilai IOS suatu perusahaan tidak dapat dijadikan patokan untuk menanamkan modal pada perusahaan karena *return* atas investasi yang dilakukan tidak bergantung pada nilai IOS.

Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* yang dihitung dengan *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki angka DER tinggi, berarti sebagian besar modal perusahaan didapat dari hutang. Hutang yang meningkat akan berpengaruh terhadap laba perusahaan karena perusahaan akan memprioritaskan penggunaan laba untuk melunasi hutang beserta beban bunganya. Semakin tinggi angka *leverage* akan mempengaruhi perusahaan di dalam membagi dividen karena laba yang dimiliki akan diprioritaskan untuk membayar kewajiban hutang kepada kreditor dari pada membayar dividen kepada pemegang saham. Namun apabila angka *leverage* perusahaan rendah, maka perusahaan akan menggunakan laba untuk menyejahterakan pemegang saham dengan membayar dividen yang tinggi. Sehingga hipotesis ketiga dalam penelitian ini yang menyatakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tidak ditolak.

Hasil penelitian ini sependapat dengan penelitian yang dilakukan Putri (2013) yang menyatakan DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Koefisien DER yang bernilai negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi hutang maka dividen yang dibayarkan semakin rendah karena laba perusahaan diprioritaskan untuk melunasi hutang beserta bunganya. Utang yang besar pasti menyebabkan bunga yang semakin tinggi sehingga dapat pula mengurangi tingkat keuntungan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah: (1) *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang besar, maka *free cash flow* dapat digunakan untuk pembayaran dividen. Sehingga semakin besar *free cash flow*, semakin besar pula dividen

yang dibagikan; (2) *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena perusahaan telah mencadangkan dana khusus untuk berinvestasi sehingga perusahaan tidak akan kehilangan kesempatan berinvestasi untuk pertumbuhan di masa yang akan datang; (3) *leverage* yang dihitung dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi angka *leverage* akan mempengaruhi perusahaan di dalam membagi dividen yang berarti pembayaran dividen akan rendah karena laba yang dimiliki diprioritaskan untuk membayar kewajiban hutang.

Keterbatasan

Keterbatasan yang dialami ketika melakukan penelitian ini adalah: (1) Penelitian ini terbatas pada sampel yang digunakan yaitu hanya perusahaan sektor *property* saja. Periode yang digunakan dalam penelitian juga relatif pendek mulai tahun 2014 - 2016 sehingga penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan; (2) Variabel yang digunakan sebagai dasar untuk menguji *dividend payout ratio* hanya terbatas yaitu *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *leverage*; (3) Nilai *free cash flow* yang minus lebih banyak dibanding *free cash flow* positif karena sampel yang digunakan hanya satu sektor perusahaan saja yaitu perusahaan *property* yang mungkin sedang berkembang sehingga perusahaan memiliki angka *free cash flow* negatif.

Saran

Berdasarkan keterbatasan yang dialami penulis, maka saran bagi penelitian yang akan datang adalah: (1) Penelitian selanjutnya disarankan memperbanyak sampel yang diteliti sehingga tidak terbatas pada satu sektor perusahaan saja, serta memperpanjang rentang waktu penelitian agar hasil penelitian dapat dengan mudah dilakukan generalisasi; (2) Untuk memperluas hasil penelitian, penelitian selanjutnya disarankan menggunakan tidak hanya menggunakan variabel fundamental perusahaan saja namun dapat menggunakan variabel makro ekonomi seperti tingkat inflasi, tingkat suku bunga, kurs valuta asing dan lain-lain.

DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, F. dan Rosidi. 2007. Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen* 8(2).
- Andriani, M. N. F. 2016. Pengaruh Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan, dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Arfan, M. dan T. Maywindlan. 2013. Pengaruh Arus Kas Bebas, Collateralizable Assets, dan Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index. *Jurnal Telaah dan Riset Akuntansi* 6(2): 194-208.
- Ayu, T. K. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Publikasi Universitas Muhammadiyah Surakarta*.
- Brigham, E. dan J. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Edisi 8. Erlangga. Jakarta.
- _____. 2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi kesepuluh. Terjemahan Dodo Suharno, Herman Wibowo. Erlangga. Jakarta.
- Fakhrudin, H. M. 2008. *Istilah Pasar Modal A-Z*. Elex Media Komputindo. Jakarta.
- Ghozali, I. 2009. *Ekonometrika – Teori, Konsep dan Aplikasi dengan SPSS 17*. Badan Penerbit Diponegoro. Semarang
- _____. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*. Cetakan Keempat. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Husnan, S. 1996. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UPP-AMP YKPN. Yogyakarta.
- Irawati, S. 2006. *Manajemen Keuangan*. Pustaka. Bandung.

- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*: 305-360.
- Jortan, Y. 2007. Pengaruh Struktur Aktiva, Profabilitas, dan Kebijakan Dividen terhadap Struktur Pendanaan pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Program Sarjana Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Kallapur, S. dan M. A. Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting* (3) dan (4): 505-519.
- Khomaria, N. S. 2014. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen dengan Kepemilikan Manajerial dan Investment Opportunity Set sebagai Variabel Moderating. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.
- Kieso, W. dan Warfield. 2011. *Akuntansi Intermediate*. Edisi Kedua Belas. Erlangga. Jakarta.
- Mulyono, B. 2009. Pengaruh Debt to Equity Ratio, Insider ownership, Size, dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Myers, S. C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* 5: 147-175.
- Prabowo, S. C. B. dan U. Salim. 2013. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen dan Volatilitas Harga Saham (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI). *Jurnal Aplikasi Manajemen* 11(3): 417-426.
- Putri, D. A. 2013. Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Utang dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Manajemen* 2(02).
- Rosdini, D. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper In Accounting and Finance*.
- Sartono, R. A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- Setiawati, A. 2017. Pengaruh Kepemilikan Institusional, Leverage, Profitabilitas, Firm Size dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Periode 2012-2014. *Skripsi*. Institut Agama Islam Negeri Surakarta. Surakarta.
- Suci, R. I. W. 2016. Pengaruh Arus Kas Bebas, Kebijakan Pendanaan, Profitabilitas, Collateral Assets Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(2).
- Suharli, M. 2006. Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham terhadap Jumlah Dividen Tunai (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Maksi* 6(2): 243-256.
- Sutrisno. 2012. *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia. Yogyakarta.
- Sundjaja, R. dan I. Barlin 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi Keenam. Literata Lintas Media. Jakarta.
- Tarjo dan J. Hartono. 2003. Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi VI, Ikatan Akuntansi Indonesia*: 278-293.
- Zahrah, I. 2017. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Free cash flow dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA). Surabaya.