

## FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEI

Prajna Paramita Ardana Neswari  
*Prajnaneswari@yahoo.com*  
Maswar Patuh Priyadi

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This research is aimed to test: (1) the influence of free cash flow to the dividend policy; (2) the influence of profitability to the dividend policy; (3) the influence of investment opportunity set to the dividend policy; (4) the influence of debt policy to the dividend policy; (5) the influence of managerial ownership to the dividend policy. In this research, free cash flow has been measured by using Ross et al formula, profitability has been measured by using return on asset, investment opportunity set has been measured by using Ratio Capital Expenditure to Book Value of Asset, the debt policy has been measured by using debt to asset ratio, the managerial ownership has been measured by using capital stock of directors and commissioners which are divided by the numbers of outstanding stocks. The population is all manufacturing companies which are listed in Indonesia Stock exchange in 2010-2015 periods. In this research, the sample collection has been determined and carried out by using purposive sampling, and 156 companies have been selected as samples. This research has been conducted by using multiple linear regressions analysis technique. The results of this research are: (1) free cash flow does not have any influence to the dividend policy; (2) profitability has influence to the dividend policy; (3) investment opportunity set has influence to the dividend policy; (4) debt policy does not have any influence to the dividend policy; (5) managerial ownership has an influence to the dividend policy*

**Keywords:** *Free cash flow, profitability, investment opportunity set, debt policy, managerial ownership, and dividend policy.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji: (1) pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, (2) pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, (3) pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, (4) pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen, (5) pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini, *free cash flow* diukur dengan rumus Ross et al, profitabilitas diukur dengan *return on asset*, *investment opportunity set* diukur dengan *Ratio Capital Expenditure to Book Value of Asset*, kebijakan hutang diukur dengan *debt to asset ratio*, kepemilikan manajerial diukur dengan modal saham direktur dan komisaris yang dibagi dengan jumlah saham beredar. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010-2015. Dalam penelitian ini, ditetapkan pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dan diperoleh sebanyak 156 sampel. Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: (1) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (3) *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (4) kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (5) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

**Kata kunci:** *Free Cash Flow, Profitabilitas, Investment Opportunity Set, Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen.*

## PENDAHULUAN

Kondisi perusahaan dicerminkan dari Laporan Keuangan yang telah disajikan, karena di dalam Laporan Keuangan tersebut terdapat informasi-informasi yang dibutuhkan oleh pihak eksternal maupun pihak internal. Laporan Keuangan adalah sarana untuk melakukan suatu kegiatan komunikasi antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham. Tujuan Laporan Keuangan disusun oleh pihak manajemen adalah untuk menyediakan informasi mulai dari posisi keuangan, kinerja keuangan dan laporan arus kas suatu perusahaan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan ekonomi. Dalam hal ini antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham diharap bisa saling berkomunikasi dengan transparan agar tujuan perusahaan tersebut bisa tercapai.

Perusahaan yang mampu membagikan dividen kepada para pemegang saham dianggap memiliki kinerja yang baik karena diasumsikan mampu membukukan laba dan memperhatikan para investornya. Akan tetapi pihak manajemen seringkali mengalami kesulitan dalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan dividen. Hal ini karena investor lebih menyukai apabila dividen dibagikan, namun disisi lain manajemen lebih tertarik menggunakan laba tersebut untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Harjito dan Martono, 2013:270).

Profitabilitas menjadi indikator yang selalu diperhatikan, karena mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Profitabilitas juga tidak kalah penting bagi investor maupun calon investor untuk dijadikan bahan pertimbangan mereka akan kondisi perusahaan dan tingkat pengembalian yang diperoleh dari perusahaan yang menjadi tujuan dari investasi (Anisah, 2014). Semakin tinggi profitabilitas yang diperoleh perusahaan maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan tersebut untuk membayar dividen. Perusahaan membayar dividen sesuai dengan proporsi saham yang dimiliki.

*Free cash flow* merupakan sisa dari pendanaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor jika tidak digunakan untuk pembiayaan operasional atau investasi. Apabila di dalam perusahaan mempunyai *free cash flow* yang tinggi dan diikuti dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi maka *free cash flow* ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan pada periode berikutnya (Sari dan Budiasih, 2016). *Free cash flow* juga merupakan pemicu adanya masalah keagenan (*Agency Problem*).

Selain itu, perusahaan juga perlu mempertimbangkan keputusan pendanaan yang bisa disebut sebagai kebijakan hutang. Atas pembayaran hutang tersebut maka dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham akan berkurang. Apabila perusahaan menggunakan sumber pendanaan dari hutang maka dapat menyebabkan pembayaran bunga yang tinggi sehingga dapat memperbesar beban tetap perusahaan (Hanafi, 2004).

*Investment opportunity set* dimiliki oleh setiap perusahaan, penggunaan kesempatan investasi yang besar dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan (Wijaya *et al.*, 2010). Perluasan pasar, peningkatan penjualan, investasi jangka panjang, ekspansi, atau peningkatan kapasitas, penambahan asset perusahaan adalah contoh dari pertumbuhan perusahaan. *Problem underinvestment* berpotensi terjadi ketika dimana perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang besar, karena perusahaan menghadapi kesempatan investasi pada proyek yang positif yang mensyaratkan penggunaan hutang dalam jumlah yang sangat besar tanpa adanya jaminan pembayaran hutang yang mencukupi. Pendanaan internal digunakan sebagai alternatif pendanaan ketika *underinvestment problem* terjadi.

Upaya menurunkan biaya agensi bisa dilakukan dengan adanya kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial yang meningkat dipandang dapat mengurangi *agency cost* sehingga perusahaan dapat menggunakan kelebihan dana untuk dibagikan sebagai dividen (Sari dan Budiasih, 2016). Kepemilikan manajerial merupakan porsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu: 1) peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen. Kebijakan-kebijakan perusahaan dapat dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan saham yang dikontrol manajer. Selain itu, kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajemen, sehingga manajer dapat merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang akan diambil dengan benar dan akan merasa dirugikan apabila mengambil keputusan yang salah. 2) peningkatan *dividend payout ratio*. Kebijakan pendanaan akan terpengaruh atas pembayaran dividen karena atas pembayaran dividen tersebut akan mengurangi *cash flow* perusahaan. 3) Pendanaan ditingkatkan dengan hutang. Besarnya konflik antara pemegang saham dengan manajer disebabkan oleh penurunan hutang, disamping itu, utang akan menurunkan *excess cash flow* yang ada di dalam perusahaan, sehingga menurunkan pemborosan yang dilakukan pihak manajemen. 4) Institusional investor sebagai pihak yang memonitori agen. Hal ini disebabkan karena untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen sumber kekuasaan diwakili oleh kepemilikan. Jadi dengan adanya institusional investor seperti perusahaan-perusahaan investasi, bank, asuransi dan kepemilikan oleh institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Pradana dan Sanjaya (2014) menguji pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap *dividend payout ratio* dengan size sebagai variabel kontrol. Di dalam penelitian tersebut yang menjadi objek dari penelitian perusahaan perbankan konvensional atau non syariah yang terdaftar di dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009 - 2012. Tujuan penelitian ini adalah untuk menginvestigasikan faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas yang memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*, sedangkan *free cash flow*, dan *investment opportunity set* tidak mempengaruhi *dividend payout ratio*. Sedangkan size berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR.

Yudiana dan Yadnyana (2016) menguji pengaruh kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen dan mendapatkan hasil bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini merupakan pengembangan atas penelitian yang telah dilakukan oleh Pradana dan Sanjaya (2014). Perbedaan di dalam penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu 1) Pada penelitian sebelumnya hanya menggunakan 3 variabel independent yaitu profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, di dalam penelitian ini menggunakan 5 variabel independent yaitu profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial. Penambahan 2 variabel independent yaitu kepemilikan manajerial dan kebijakan hutang dikarenakan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (Yudiana dan Yadnyana, 2016). 2) Pengukuran dari *investment opportunity set* menggunakan proksi investasi yaitu *ratio capital expenditure to book value of asset* dikarenakan proksi investasi paling baik untuk menggambarkan *investment opportunity set* yang dimiliki oleh perusahaan (Natalia, 2013). 3) Objek penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang telah memenuhi kriteria dengan metode pengambilan sampel purposive sampling, objek penelitian dirubah karena perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak dan terdiri dari berbagai sub sektor industri, dan diharapkan bisa mewakili sektor-sektor lainnya. 4) Periode pengambilan data di dalam penelitian ini menggunakan periode 2010 - 2015 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, *investment opportunity set*, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

## TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

### Teori Agensi

Teori agensi menjelaskan hubungan agensi dan masalah-masalah yang ditimbulkannya. Hubungan agensi ini merupakan hubungan antara pihak pertama yang selaku pemegang saham yang bertindak sebagai *principal* atau pemberi amanat kepada pihak kedua selaku manajemen perusahaan di dalam mengelola perusahaan atau melakukan transaksi kepada pihak ketiga bisa dibilang sebagai perantara antara pihak pertama dan pihak ketiga (Jensen dan Meckling, 1976).

### Teori Pesinyalan

Teori pesinyalan menjelaskan mengenai penyampaian sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen atas pengelolaan perusahaan kepada pihak eksternal perusahaan. Menurut Miller dan Rock (1985) dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi maka akan membayarkan dividen lebih tinggi. Apabila sinyal meningkat karena adanya disparitas informasi antara manajer dengan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar yang biasanya merupakan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang kecil akan membayarkan dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik. Sinyal atau isyarat adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2001:36)

### Teori *Residual Dividend Policy*

Weston dan Brigham (dalam Rosdini, 2009) teori ini menjelaskan tentang dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal perusahaan, Yang artinya, perusahaan hanya membayarkan dividennya apabila terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan membiayai proyek yang telah direncanakan.

### Laporan Keuangan

Berdasarkan PSAK 1 paragraf 10 menyatakan bahwa laporan keuangan adalah suatu penyajian yang terstruktur dari posisi keuangan dan kinerja suatu entitas. Tujuan dari laporan keuangan disusun adalah untuk memberikan informasi mengenai posisi keuangan, kinerja keuangan, dan arus kas entitas yang bermanfaat bagi sebagian besar kalangan pengguna laporan keuangan dalam pengambilan keputusan ekonomi (IAI,2012:1.3). Ada lima macam laporan keuangan yang pokok yang dihasilkan oleh perusahaan, yaitu: (1) Neraca, (2) Laporan Laba Rugi, (3) Laporan Arus Kas, (4) Laporan Perubahan Ekuitas, (5) Catatan Atas Laporan Keuangan.

### *Free Cash Flow*

Kieso et al. (2007) menyatakan bahwa *free cash flow* adalah jumlah arus kas bebas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi liabilitasnya, membeli saham treasury atau menaikkan likuiditasnya. Ross et al. (dalam Rosdini, 2009) mendefinisi *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada asset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

### **Profitabilitas**

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu (Hanafi dan Halim, 2007). Profitabilitas penting di dalam usaha untuk mempertahankan kelangsungan hidup suatu badan usaha dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukkan apakah badan usaha tersebut memiliki prospek yang baik di masa yang akan datang. Dengan demikian setiap badan usaha akan selalu berusaha untuk meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu badan usaha maka kelangsungan hidup badan usaha tersebut akan lebih terjamin. Rasio profitabilitas biasanya digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan. Salah satu pengukur rasio profitabilitas adalah *Return on Asset* (ROA) yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dengan menggunakan total aset perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut.

### **Set Kesempatan Investasi ( *Investment Opportunity Set* )**

Menurut Myers (1977) dalam Yudiana dan Yadnyana (2016) istilah *Investment Opportunity Set* memandang nilai perusahaan sebagai sebuah kombinasi antara *asset in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) dimasa mendatang. *Investment Opportunity Set* (IOS) memberi petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. Jadi prospek perusahaan dapat ditaksir dari *Investment Opportunity Set* (IOS). *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan pilihan investasi dimasa datang yang mencerminkan adanya pertumbuhan ekuitas dan aktiva. Pemilihan sumber dana berkaitan dari keputusan pendanaan, baik pendanaan tersebut berasal dari eksternal maupun dari internal perusahaan akan mempengaruhi perusahaan. Sumber dana internal berasal dari laba ditahan dan depresiasi, sedangkan sumber dana eksternal berasal dari pinjaman dari kreditur.

### **Kebijakan Hutang**

Keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan yaitu struktur modal yang bersumber dari modal internal maupun eksternal (Husnan dan Pudjiastuti, 2012:251). Struktur modal mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan. Ada 2 sumber pendanaan yaitu sumber dana dari modal internal dan sumber dana dari modal eksternal perusahaan. Sumber dana modal internal ini berasal dari laba ditahan dan sumber dana eksternal biasanya berasal dari pihak eksternal seperti dana dari pinjaman ke kreditur yang dinamakan sebagai hutang perusahaan dan dari pemegang saham yang dinamakan sebagai modal saham.

### **Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Schroeder *et al.*, 2001). Atas kepemilikan saham ini pihak manajemen ikut andil di dalam pengambilan keputusan yang menyangkut dengan kelangsungan perusahaan tersebut. Pemegang saham dari pihak manajemen menyangkut manajer, direktur dan komisaris). Undang-undang Republik Indonesia No 40 Tahun 2007 pasal 53 ayat 4 butir b, menyatakan bahwa klasifikasi saham untuk pemegang saham dengan hak khusus untuk mencalonkan anggota direksi dan/atau anggota dewan komisaris, dengan kata lain bahwa saham direksi dan dewan komisaris adalah satu klasifikasi.

## Kebijakan Dividen

Menurut Harjito dan Martono (2013:270) kebijakan dividen adalah suatu keputusan tentang pembagian laba bersih kepada para pemegang saham, dalam bentuk dividen atau menahannya dalam bentuk laba ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa mendatang. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, maka laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen menjadi kecil.

## Rerangka Pemikiran

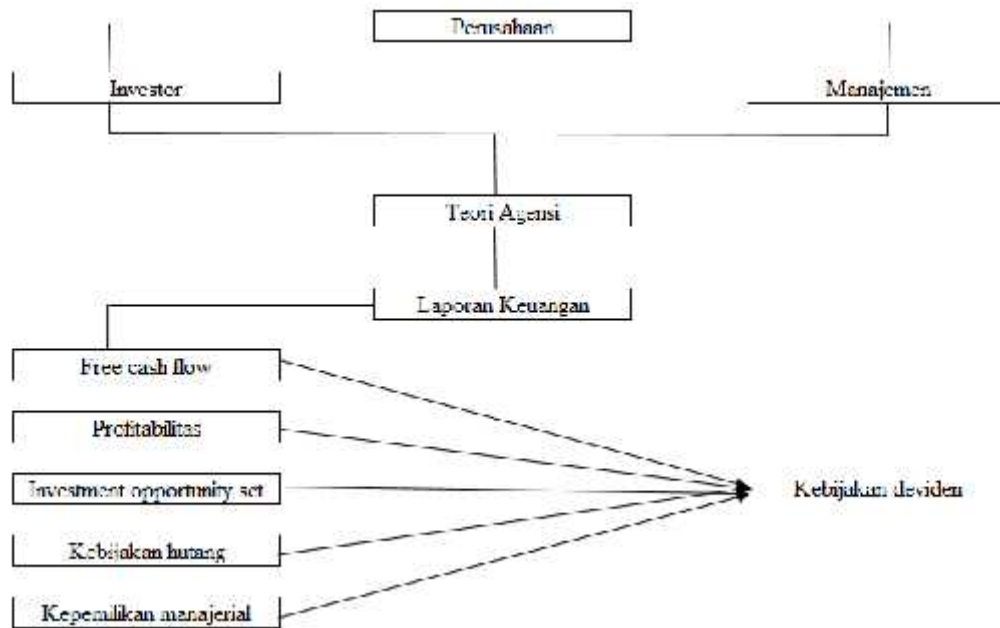
Pemegang saham melakukan investasi terhadap emiten dengan tujuan mendapatkan keuntungan atau return atas investasi yang diberikan dari laba bersih perusahaan, baik dalam bentuk dividen atau saham. Akan tetapi di dalam perusahaan pihak manajemen yang menjalankan perusahaan tersebut menginginkan atas laba bersih tersebut digunakan untuk berinvestasi lagi dengan tujuan agar perusahaan tersebut terus berkembang atau dapat digunakan untuk pembayaran hutang perusahaan. Hal ini bisa menyebabkan masalah agensi di dalam perusahaan, yang dimana 2 belah pihak yaitu pemegang saham dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda.

Laporan Keuangan yang dibuat oleh perusahaan diharapkan bisa memberikan informasi-informasi tentang keadaan perusahaan tersebut. Dengan adanya laporan keuangan pemegang saham diharapkan bisa memahami kondisi keuangan perusahaan. Tujuan dari analisis laporan keuangan adalah untuk memahami perusahaan kondisi keuangannya serta dapat meramalkan kondisi keuangan di masa yang akan datang, dan untuk melihat kemungkinan terjadinya masalah yang terjadi baik dari sisi manajemen, operasi, keuangan, atau masalah lain di dalam perusahaan.

*Free cash flow* yang tinggi akan membuat terjadinya konflik keagenan antara pihak pemegang saham atau investor dengan pihak manajemen perusahaan. Pihak investor mengharapkan *free cash flow* digunakan membayar dividen atas saham yang mereka miliki, disisi lain pihak manajemen menginginkan bahwa atas *free cash flow* tersebut digunakan untuk investasi kembali agar perusahaan bisa tumbuh dengan waktu yang lama. Selain itu atas *free cash flow* yang tinggi dapat digunakan untuk pembayaran hutang perusahaan. Terjadinya konflik keagenan ini bisa dikurangi dengan adanya kepemilikan manjerial di dalam perusahaan, agar pihak manajer ikut andil di dalam keputusan atas penggunaan *free cash flow* tersebut. Selain itu adanya kepemilikan manjerial dapat mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul, proses ini dinamakan dengan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program pengikatan manajemen dalam modal perusahaan.

Perusahaan yang sehat adalah dimana perusahaan tersebut dapat menghasilkan keuntungan dari investasi berupa modal, dengan kata lain perusahaan tersebut memiliki profitabilitas yang bagus. Selain itu *Investment Opportunity Set* yang saat ini dijadikan dasar sebagai penentu klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan apakah perusahaan tersebut termasuk di dalam klasifikasi tumbuh atau tidak tumbuh.

Selain memperhatikan profitabilitas, kebijakan hutang juga perlu diperhatikan sebelum pengambilan keputusan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki rasio hutang yang tinggi akan membagikan dividen yang lebih rendah karena laba yang diperoleh dipergunakan untuk melunasi hutangnya. Berdasarkan latar belakang dan tujuan yang telah dikemukakan di atas maka rerangka pemikiran digambarkan sebagai berikut :



**Gambar 1**  
**Rerangka Pemikiran**

Dengan adanya informasi yang terdapat di laporan keuangan diharapkan di dalam pengambilan keputusan untuk pembagian dividen perlu dipertimbangkan. Oleh karena itu pembagian dividen sebaiknya mempertimbangkan dari berbagai faktor seperti profitabilitas, *free cash flow*, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, dan *investment opportunity set*.

### Perumusan Hipotesis

#### Hubungan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Kieso et al. (2007) menyatakan bahwa *free cash flow* adalah jumlah arus kas bebas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi liabilitasnya, membeli saham treasury atau menaikkan likuiditasnya. *Free Cash Flow* merupakan nilai residu atas dana yang telah dikeluarkan untuk biaya operasional perusahaan dan biaya modal. *Free cash flow* salah satu indikator untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam pengembalian keuntungan untuk pihak investor dalam bentuk dividen. Berdasarkan teori *Residual Dividend Policy*, dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal perusahaan. Sehingga apabila sisa dari laba di dalam perusahaan tinggi (*free cash flow*) maka pihak pemegang saham menginginkan *free cash flow* tersebut dibagikan dalam bentuk dividen. Oleh karena itu, jika *free cash flow* tinggi maka dividen yang akan dibagikan juga akan meningkat.

Penelitian yang pernah dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) dalam penelitiannya mendapatkan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen yang dapat diartikan bahwa jika perusahaan memiliki *free cash flow* yang tinggi maka perusahaan bisa membagikan dividennya. Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Rosdini (2009), dalam penelitiannya mendapatkan hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sementara sebagai berikut :

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

### **Hubungan profitabilitas terhadap kebijakan dividen.**

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang dibandingkan dengan aset yang dimiliki perusahaan. Variabel profitabilitas ini diproksikan dengan *Return On Asset* yang berfungsi untuk mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang diinvestasikan yang digunakan untuk menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Berdasarkan teori pesinyalan, perusahaan yang berkualitas tinggi maka akan membayarkan dividen lebih tinggi. Apabila sinyal meningkat karena adanya disparitas informasi antara manajer dengan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar yang biasanya merupakan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang kecil akan membayarkan dividen lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik.

Penelitian yang dilakukan oleh Yudiana dan Yadnyana (2016) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sementara sebagai berikut :

H2 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

### **Hubungan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.**

Menurut Myers (1977) dalam (Yudiana dan Yadnyana, 2016) istilah *Investment Opportunity Set* memandang nilai perusahaan sebagai sebuah kombinasi antara *asset in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) dimasa mendatang. Secara umum bisa dikatakan bahwa *Investment Opportunity Set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan berinvestasi pada perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan expenditure perusahaan di masa mendatang. Berdasarkan teori agency, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan cenderung membagikan dividen dengan tingkat yang rendah, karena pihak manajemen beranggapan bahwa laba tersebut bisa digunakan dalam berinvestasi kembali guna kelangsungan hidup perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Mawarni dan Ratnadi (2014) menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif signifikan terhadap dividen. Yang artinya, apabila *Investment Opportunity Set* tinggi maka dividen yang dibagikan akan rendah. Hasil penelitian tersebut juga didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Yudiana dan Yadnyana (2016) yang mendapatkan hasil *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sementara sebagai berikut :

H3 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **Hubungan kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen.**

Keputusan pendanaan berkaitan dengan bentuk dan komposisi pendanaan yang akan digunakan oleh perusahaan yang meliputi berapa banyak hutang dan modal sendiri yang akan dipergunakan dalam menentukan rasio hutang dan modal sendiri. Keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen dipengaruhi oleh struktur modal perusahaan yaitu struktur modal yang bersumber dari modal internal maupun eksternal (Husnan dan Pudjiastuti, 2012:251). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa mengurangi konflik agensi salah satunya dengan meningkatkan hutang. Pengurangan konflik agensi ini terjadi karena kebijakan hutang mampu meyakinkan pemegang saham bahwa manajer membiayai kegiatan usahanya tidak dengan menggunakan kekayaan yang dimilikinya. Sementara itu manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan tanpa ada kendala atas pembiayaan.

Kebijakan hutang yang tinggi dapat mengakibatkan berkurangnya dividen yang akan dibagikan ke para pemegang saham. Untuk mengukur seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaannya dari hutang maka diukur dengan debt to asset ratio. Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini pernah dilakukan diantaranya adalah Putri (2013) dan Anisah (2014) mendapatkan hasil penelitian bahwa kebijakan



hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di perusahaan BEI. Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sementara sebagai berikut :

H4 : Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

#### **Hubungan kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.**

Kepemilikan manajerial adalah saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut di dalam pengambilan keputusan (Dewi, 2008). Berdasarkan teori agensi perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, maka pihak manajerial akan merasa memiliki perusahaan tersebut dan akan melakukan hal yang terbaik demi perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial diharapkan dapat mengurangi *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial ini diharapkan kepentingan antara pihak pemegang saham dan manajer sejajar, selain itu manajer akan berusaha meningkatkan kinerjanya untuk perusahaan atas saham yang dimilikinya. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan berpengaruh ke pengalokasian atas laba bersih yang diperoleh perusahaan, manajer akan melakukan tindakan yang terbaik untuk perusahaan dengan menahan laba bersih tersebut guna untuk menunjang pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) dan Sari dan Budiasih (2016) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hasil dari penelitian sebelumnya maka dapat dirumuskan hipotesis sementara sebagai berikut :

H5 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **METODA PENELITIAN**

#### **Populasi dan Sampel Penelitian**

Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria pemilihan sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan Manufaktur yang telah *go public* dan terdaftar berturut-turut di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian yaitu tahun 2010 - 2015. (2) Perusahaan yang memberikan informasi Laporan Keuangan secara lengkap selama periode penelitian yaitu tahun 2010 - 2015. (3) Perusahaan yang menggunakan mata uang rupiah di dalam pencatatan Laporan Keuangan selama periode penelitian yaitu tahun 2010 - 2015. (4) Perusahaan yang membagikan dividen tunai berturut-turut selama periode penelitian yaitu tahun 2010 - 2015.

#### **Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel**

##### **Variabel Dependen**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, yang diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* dalam bentuk satuan persen (Fistyarini dan Kusmuriyanto, 2015)

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\%$$

Keterangan :

DPR : Dividen Payout Ratio perusahaan I pada akhir tahun t.

*Dividend Per Share* : Dividen yang dibagikan pada setiap lembar saham oleh perusahaan pada akhir tahun t.

*Earning Per Share* : Laba setelah pajak yang diperoleh dalam setiap lembar saham oleh perusahaan pada akhir tahun t.

## Variabel Independen.

### *Free cash flow*

*Free cash flow* merupakan sisa dana yang bisa digunakan investasi kembali atau dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, akan tetapi *free cash flow* juga merupakan sumber konflik antara pemegang saham dengan manajemen dimana kedua pihak tersebut mempunyai tujuan yang berbeda atas *free cash flow* tersebut, sehingga akan menimbulkan biaya agensi yang besar dan akan ditanggung oleh pihak pemegang saham. *Free cash flow* diukur dengan rumus sebagai berikut (Ross et al., 2009:45):

$$\text{Free Cash Flow} = \text{AKO} - \text{PM} - \text{NWC}$$

Keterangan:

AKO = Aliran Kas Operasi (Laba sebelum bunga dan pajak + Penyusutan - Pajak)

PM = Pengeluaran Modal Perusahaan (Saldo akhir asset tetap bersih - Saldo awal asset tetap bersih + Penyusutan)

NWC = Modal Kerja Bersih (Saldo akhir modal kerja bersih - Saldo awal modal kerja bersih)

Kemudian dihitung menggunakan rasio *free cash flow* dengan rumus sebagai berikut (Sari dan Budiasih, 2016)

$$\text{Rasio Free Cash Flow} = \frac{\text{Free Cash Flow}}{\text{Total Asset}}$$

## Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang telah diinvestasikan. Profitabilitas ini sangat mutlak diperlukan perusahaan apabila perusahaan akan membagikan dividen untuk pemegang saham. Profitabilitas ini diukur menggunakan Return On Asset (ROA). ROA ini dinyatakan dengan perbandingan antara laba setelah pajak dengan total aktiva, dan diformulasikan (Pradana dan Sanjaya, 2014)

$$\text{Return on Aset (ROA)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

## *Investment Opportunity Set*

*Investment Opportunity Set* (IOS) bisa dijadikan alternative investasi di masa depan bagi perusahaan. *Investment Opportunity Set* (IOS) ini tidak dapat langsung diobservasi secara langsung sehingga diperlukan proksi di dalam mengukurnya. Proksi yang digunakan adalah *Ratio Capital Expenditure to Book Value of Asset*, Penelitian mengenai *Investment Opportunity Set* (IOS) telah diuji lagi dan yang menunjukkan tingkat aktivitas yang tinggi adalah proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) yang berbasis investasi Natalia (2013), dan diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{CPA/SVA} = \frac{\text{Pertumbuhan Asset}}{\text{Total Asset}}$$

## Kebijakan Hutang

Hutang didefinisikan sebagai pengorbanan manfaat ekonomik yang kemungkinan terjadi di masa datang akibat adanya keharusan suatu kesatuan usaha untuk mentransfer asset atau menyediakan atau menyerahkan jasa kepada kesatuan lain di masa mendatang sebagai akibat transaksi atau kejadian masa lalu (FASB). Kebijakan hutang diperoleh dengan rumus (Mawarni dan Ratnadi, 2014):

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total asset}}$$

### Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah saham yang dimiliki pihak manajemen (manajer, direktur dan komisaris) yang secara aktif ikut di dalam pengambilan keputusan perusahaan yang sesuai dengan proporsi kepemilikan sahamnya di perusahaan tersebut. Kepemilikan manajerial ini diukur dengan menggunakan rumus dari (Musthikawati, 2010) :

$$\text{OWNSHP} = \frac{\text{Modal saham direktur dan komisaris}}{\text{Jumlah Saham Beredar}}$$

### Variabel Kontrol.

Variabel yang dikendalikan atau dibuat konstan sehingga hubungan antara variabel independent terhadap variabel dependent tidak dipengaruhi oleh faktor lain yang di luar dari penelitian. Dalam penelitian ini yang menjadi variabel kontrolnya adalah ukuran perusahaan.

Size (Ukuran perusahaan) merupakan pengukur seberapa besar asset perusahaan yang dimiliki. Size tidak menggunakan nilai asset secara langsung dikarenakan nilai tersebut terlalu besar dan berbeda jauh dengan variabel lain, maka dari itu size diukur dengan menggunakan nilai logaritma natural dari total asset.

### Analisis Persamaan Regresi Linier Berganda

Dalam pengujian hipotesis, peneliti menggunakan analisis regresi berganda. Analisis regresi linier berganda. Analisis regresi adalah metode statistika yang menjelaskan pola hubungan antara dua variabel atau lebih melalui sebuah persamaan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan Analisis Regresi Linier Berganda. Bentuk persamaan linier berganda adalah sebagai berikut :

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1 \text{FCF} + \beta_2 \text{ROA} + \beta_3 \text{IOS} + \beta_4 \text{DAR} + \beta_5 \text{OWNSP} + \beta_6 \text{SIZE} + e$$

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Tabel 1 menunjukkan statistik masing-masing variabel penelitian.

**Tabel 1**  
**Hasil Statistik Deskriptif**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	156	-.4774	.5928	.064106	.1233928
ROA	156	.0075	.6571	.147141	.0985008
IOS	156	-.1082	.3536	.114529	.0852984
DAR	156	.0943	.7518	.356123	.1490258
OWNSHP	156	.000000	.256198	.01436975	.050910841
DPR	156	.0349	1.4592	.450958	.2545295
SIZE	156	25.0825	33.1341	28.971946	1.7434991
Valid N (listwise)	156				

Sumber: Data Sekunder diolah, 2016

Berdasarkan tabel 1 tersebut, diketahui bahwa pengamatan yang diteliti sebanyak 156 pengamatan. Dari tabel tersebut juga dapat diketahui bahwa kebijakan dividen yang diukur dengan Dividen Per Share (DPR) pada tahun 2010 sampai 2015 berkisar antara 0.0349 sampai 1.4592 dengan nilai rata-rata sebesar 0.450958 dan deviasi standar sebesar

0.2545295. Free Cash Flow (FCF) pada tahun 2010 sampai 2015 berkisar antara -0.4774 sampai 0.5928 dengan nilai rata-rata sebesar 0.064106 dan deviasi standar sebesar 0.1233928. Profitabilitas yang diukur dengan Return On Asset (ROA) pada tahun 2010 sampai 2015 berkisar antara 0.0075 sampai 0.6571 dengan nilai rata-rata sebesar 0.147141 dan deviasi standar sebesar 0.0985008. Investment Opportunity Set yang diukur dengan (IOS) pada tahun 2010 sampai 2015 berkisar antara -0.1082 sampai 0.3536 dengan nilai rata-rata sebesar 0.114529 dan deviasi standar sebesar 0.0985008. Kebijakan Hutang yang diukur dengan Debt to Asset Ratio (DAR) pada tahun 2010 sampai 2015 memiliki nilai rata-rata sebesar 0.356123 dan deviasi standar sebesar 0.1490258, dengan nilai terendah sebesar 0.0943 dan nilai tertinggi sebesar 0.7518. Kepemilikan manajerial pada tahun 2010 sampai 2015 memiliki nilai rata-rata sebesar 0.01436975 dan deviasi standar sebesar 0.050910841, dengan nilai terendah sebesar 0.000000 dan nilai tertinggi sebesar 0.256198. Ukuran Perusahaan pada tahun 2010 sampai 2015 memiliki nilai rata-rata sebesar 28.971946 dan deviasi standar sebesar 1.7434991, dengan nilai terendah sebesar 25.0825 dan nilai tertinggi sebesar 33.1341.

### Uji Asumsi Klasik

**Uji Normalitas.** Hasil uji *normal probability plot* menunjukkan bahwa data terdistribusi normal. Uji normalitas juga dilakukan dengan uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov. Hasil penelitian non-parametrik menunjukkan nilai signifikan sebesar 0.436, karena nilai signifikan di atas 0,05 maka dapat dikatakan bahwa nilai residual terstandarisasi berdistribusi normal.

**Uji Multikolinieritas.** Dari hasil pengolahan data dengan program SPSS, semua variabel bebas yang ada memiliki nilai *tolerance* > 0,10 dan VIF < 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa antar variabel independen nya tidak terjadi gejala multikolinieritas.

**Uji Autokorelasi.** Sunyoto (2011) menyatakan bahwa salah satu ukuran dalam menentukan ada tidaknya masalah autokorelasi dengan uji Durbin-Watson (DW). Berdasarkan nilai DW diketahui bahwa model regresi yang terbentuk tidak terjadi autokorelasi karena angka Durbin-Watson berada diantara -2 sampai +2 atau  $(-2 \leq DW \leq +2)$  yaitu 1,598.

**Uji Heteroskedastisitas.** Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan melihat pola grafik *scatterplot*. Hasil dari grafik *scatterplot* menunjukkan bahwa titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y dan tidak membentuk pola tertentu, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

### Uji Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui kontribusi variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil dari pengolahan SPSS disajikan sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.542 <sup>a</sup>	.294	.265	.2181559

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan tabel 2 diketahui bahwa koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) atau *Adjusted R Square* adalah sebesar 0,265 atau 26,5%. Hal ini berarti bahwa 26,5% variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh *free cash flow*, profitabilitas, *investment opportunity set*, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dengan size sebagai variabel kontrol sedangkan sisanya sebesar 73,5% dipengaruhi variabel lain diluar penelitian ini.

### Uji Kelayakan Model (*Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model digunakan untuk mengetahui apakah model regresi layak digunakan atau tidak, dapat dilihat dari tingkat signifikansinya. Apabila hasil uji F pada taraf signifikansi  $\leq 0.05$  maka model regresi dapat dikatakan layak atau fit. Hasil uji kelayakan model disajikan pada tabel 3.

**Tabel 3**  
**Uji Kelayakan Model (Uji F)**

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	2.951	6	.492	10.333	.000 <sup>b</sup>
1 Residual	7.091	149	.048		
Total	10.042	155			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), SIZE, FCF, DAR, OWNSHP, IOS, ROA

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

Dari tabel 3, dapat diketahui bahwa nilai signifikan  $< 0.05$  yaitu 0.000, sehingga dapat disimpulkan bahwa model penelitian layak untuk digunakan sebagai model regresi.

### Uji t (Uji Parsial)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh variabel independen secara parsial (per variabel) terhadap variabel dependen. Hasil uji t dapat dijelaskan sebagai berikut:

**Tabel 4**  
**Analisis Regresi Linier Berganda**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.
	B	Std. Error	Coefficients Beta		
(Constant)	.016	.335		.047	.963
FCF	.082	.226	.040	.363	.717
ROA	1.151	.260	.445	4.419	.000
IOS	-.528	.258	-.177	-2.047	.042
DAR	.046	.129	.027	.357	.721
OWNSHP	-.889	.381	-.178	-2.336	.021
SIZE	.011	.012	.075	.942	.348

Sumber: Data sekunder diolah, 2016

### Pengujian Hipotesis 1

Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 0,363 dengan nilai signifikansi 0,717 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen ditolak.

Penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Pradana dan Sanjaya (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan *teori residual dividen policy* yang dikemukakan oleh Weston dan Brigham (1993) dalam Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividennya apabila ada sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal, yang artinya perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Ketidakejalahannya teori ini karena para investor berfikir apabila diinvestasikan kembali

maka akan menghasilkan return yang lebih tinggi dari pada return rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding. Selain itu ketidaksignifikan *free cash flow* dikarenakan para investor lebih menyukai apabila laba ditahan dan diinvestasikan kembali dari pada membagikan dalam dividen. Tingkat *free cash flow* yang tinggi digunakan untuk berinvestasi lagi dengan pembagian dividen yang tetap. Sebagian besar perusahaan membagikan dividen dengan nilai yang tetap pada setiap tahunnya. Hasil penelitian ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Raissa (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* positif, akan tetapi tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen. Yang artinya, besar kecilnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan menerapkan pembayaran dividen yang tetap, sehingga apabila *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tinggi akan tetapi dividen yang dibayarkan nilainya tetap.

Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009) dan Sari dan Budiasih (2016) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Selain itu hasil ini juga tidak sesuai dengan penelitian Mardasari (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Size sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4. Dimana nilai koefisien sebesar 0,942 dengan nilai signifikansi sebesar 0,348 (lebih besar dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya size tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan sedang menambah aset perusahaan untuk kepentingan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Widhianningrum (2013) bahwa size berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan.

## **Pengujian Hipotesis 2**

Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 4,419 dengan nilai signifikansi 0,000 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Chasanah (2008), Natalia (2013), dan Fistryarini dan Kusmuriyanto (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Nilai koefisien profitabilitas yang diprosikan dengan *Return On Asset* (ROA) menunjukkan nilai yang positif bahwa semakin tinggi *Return On Asset* (ROA) maka dividen yang akan dibayarkan juga akan tinggi. Selain itu hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Yudiana dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, maka dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Hasil ini sekaligus menunjukkan bahwa tingkat profitabilitas suatu perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividennya. Oleh karena itu besarnya *Return On Asset* (ROA) dapat dijadikan sebagai salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan. Selain itu hasil ini sejalan dengan teori sinyal yang dikemukakan oleh Miller dan Rock (1985) dalam Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi.

Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Anisah (2014) dan Sari dan Budiasih (2016) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan arah koefisien negatif. Selain itu, hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, hasil

penelitian ini juga berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Widhianningrum (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan arah koefisien positif.

Size sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4. Dimana nilai koefisien sebesar 0,942 dengan nilai signifikansi sebesar 0,348 (lebih besar dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya size tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan sedang menambah asset perusahaan untuk kepentingan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Widhianningrum (2013) bahwa size berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan.

### **Pengujian Hipotesis 3**

Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -2,047 dengan nilai signifikansi 0,042 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh.

Nilai koefisien *investment opportunity set* yang diproksikan dengan *Ratio Capital Expenditure to Book Value Asset* adalah nilai negatif yang menunjukkan bahwa semakin tinggi *investment opportunity set* maka dividen yang akan dibayarkan juga akan menurun. Hasil ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Mawardani dan Ratnadi (2014) yang menyatakan bahwa untuk mempertinggi penjualan, perusahaan memerlukan dana dari sumber internal. Hal tersebut menyebabkan perusahaan mempunyai sumber dana internal untuk investasi. Selain itu penelitian ini mendukung *teori agency* yang dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Yudianta dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut akan lebih baik apabila diinvestasikan ke dalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan.

Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri (2013) dan Fistyarini dan Kusmuriyanto (2015) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini juga berbeda dengan Natalia (2013) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dengan arah negatif.

Size sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4. Dimana nilai koefisien sebesar 0,942 dengan nilai signifikansi sebesar 0,348 (lebih besar dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya size tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan sedang menambah asset perusahaan untuk kepentingan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Widhianningrum (2013) bahwa size berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan.

### **Pengujian Hipotesis 4**

Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar 0,357 dengan nilai signifikansi 0,721 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian hipotesis keempat yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen ditolak.

Kebijakan hutang yang diproksikan dengan *Debt to Asset Ratio* (DAR) menunjukkan positif sehingga bisa dikatakan apabila kebijakan hutang tinggi maka kebijakan dividen juga tinggi, akan tetapi nilai signifikan diatas 0,05 sehingga bisa disimpulkan bahwa besar atau kecilnya kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi apabila perusahaan tidak memaksimalkan nilai di dalam pengambilan keputusan pendanaan, dengan kata lain tingkat penggunaan hutang yang relatif besar maka perusahaan akan membayar dividen tidak terlalu besar. Pengurangan konflik agensi ini terjadi karena kebijakan hutang mampu meyakinkan pemegang saham bahwa manajer membiayai kegiatan usahanya tidak dengan menggunakan kekayaan yang dimilikinya. Sementara itu manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan tanpa ada kendala atas pembiayaan. Ketidak signifikannya kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen karena apabila perusahaan sedang melakukan investasi yang besar dan mendanainya dengan hutang, sehingga nilai dividen yang dibagikan perusahaan bisa tetap. Pembagian dividen dalam penelitian ini didominasi dengan pembagian dividen dengan nilai yang tetap contohnya PT. Asahimas Flat Glass Tbk yang selalu membagikan dividen yang sama setiap tahun, lalu PT. Trias Sentosa Tbk membagikan dividen tunai yang sama selama 3 tahun terakhir.

Hasil ini didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Chasanah (2008) yang menyatakan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa *debt to total asset* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* tidak dapat diterima. Adanya pengaruh negatif pada *debt to total asset* terhadap *Dividend Payout Ratio* menjelaskan bahwa perusahaan akan terlebih dahulu menyisihkan sebagian pendapatan untuk memenuhi kewajiban, sehingga akan berdampak pada penurunan dividen.

Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) dan Putri (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini juga berbeda dengan Widhianningrum (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Size sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4. Dimana nilai koefisien sebesar 0,942 dengan nilai signifikansi sebesar 0,348 (lebih besar dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya size tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan sedang menambah asset perusahaan untuk kepentingan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Widhianningrum (2013) bahwa size berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan.

### **Pengujian Hipotesis 5**

Dari hasil pengujian statistik menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4 yang menunjukkan bahwa koefisien regresi sebesar -2,336 dengan nilai signifikansi 0,021 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian hipotesis kelima yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen diterima.

Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) yang menyatakan bahwa apabila terjadi peningkatan kepemilikan manajerial akan menyebabkan terjadinya penurunan jumlah dividen yang dibagikan. Selain itu hasil ini sesuai dengan teori keagenan yang dimana menyatakan apabila perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, maka pihak manajerial akan merasa memiliki perusahaan tersebut dan akan melakukan hal yang terbaik demi perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial diharapkan dapat mengurangi *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan. Dengan adanya



kepemilikan manajerial ini diharapkan kepentingan antara pihak pemegang saham dan manajer sejajar, selain itu manajer akan berusaha meningkatkan kinerjanya untuk perusahaan atas saham yang dimilikinya dalam hal ini perusahaan mengeluarkan kebijakan melakukan investasi untuk keuntungan dimasa depan karena melihat investasi lebih menguntungkan maka dari itu perusahaan akan mengeluarkan dividen yang rendah. Selain itu hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Dewi (2008) yaitu kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Namun, hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Widhianningrum (2013) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Selain itu, penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Yudianta dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Size sebagai variabel kontrol dalam penelitian ini berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4. Dimana nilai koefisien sebesar 0,942 dengan nilai signifikansi sebesar 0,348 (lebih besar dari 0,05). Hal ini menunjukkan bahwa besar kecilnya size tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen perusahaan. Hal ini mungkin saja terjadi apabila perusahaan sedang menambah asset perusahaan untuk kepentingan investasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Widhianningrum (2013) bahwa size berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian, didapatkan kesimpulan sebagai berikut: (1) *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (2) profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (3) *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (4) kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, (5) kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

### Saran

Berdasarkan keterbatasan penelitian yang telah diungkapkan di atas, maka saran yang dapat diberikan adalah untuk penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan adanya faktor eksternal yaitu kepemilikan institusional dan harga saham, sehingga dapat memberikan kesimpulan dari segi faktor eksternal.

## DAFTAR PUSTAKA

- Anisah, (2014). Pengaruh Profitabilitas, Cash Position, Leverage, dan Growth Terhadap Kebijakan Pembagian Dividen. *Jurnal Ilmu dan Akuntansi* 3(6).
- Brigham, E. F. dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Erlangga. Jakarta.
- Chasanah. N. A. 2008. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR) Pada Perusahaan Yang Listed Di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Program Pascasarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 10(1) :47-58.
- Fistyarini, R. dan Kusmuriyanto. 2015. Pengaruh Profitabilitas, IOS, Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Dimoderasi Likuiditas. *Accounting Analysis Journal* 4(2).

- Hanafi, M. M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. BPFE-Yogyakarta. Yogyakarta. Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN :Yogyakarta.
- Harjito, D. A. dan Martono. 2013. *Manajemen Keuangan*. Edisi kedua. Penerbit EKONISIA. Yogyakarta.
- Husnan, S. dan E. Pudjiastuti.. 2012. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi keenam. Unit Penerbit dan Percetakan (UPP STM YKPN). Yogyakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia. 2012. *Standar Akuntansi Keuangan*. DSAK-IAI. Jakarta.
- Jensen, M. dan W. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finalcial Economic* 3.
- Kieso, D.E., J.J Weygandt, dan T.D. Warfield. 2007. *Intermediate Accounting*. Twelfth Edition. John Wiley & Sons, Inc. USA. Terjemahan E. Salim. 2008. *Akuntansi Intermediate*. Edisi kedua belas. Jilid 2. Erlangga. Jakarta.
- Mardasari, R. B. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Free Cash Flow terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal IlmuManajemen* 2(4): 1807-1820.
- Mawarni, L. F. I dan N. M. D. Ratnadi. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage, dan Likuiditas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Unioersitas Udayana* (9)1:200-208.
- Musthikawati. N. 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Rasio Pembayaran Dividen. *Tesis*. Fakultas Universitas Sebelas Maret, Surakarta.
- Natalia, D. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi* 1(1).
- Pradana, S. W. L Dan I. P. S. Sanjaya. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Divident Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI). *Simposium Nasional Akuntansi XVII*. Mataram.
- 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 ).*E-Journal Unioersitas Negeri Padang*. Vol 2(2).
- Raissa, F. 2012. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang tercatat di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen* 1(6): 3-8.
- Rosdini, D. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 3(2):14-26.
- Ross, S. A., R. W. Westerfield, dan B. D. Jordan. 2009. *Pengantar Keuangan Perusahaan*. Edisi kedelapan. Salemba empat. Jakarta.
- Sari, N. K. A. P dan I. G. A. N. Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 15(3):2439-2466.
- Schroeder, G. Richard, dan D. Carol. C. 2001. The Impact of Various Factors on the Personality. Job Satisfaction and Turn Over Intentions of Profesional Accountants. *Managerial Auditing Journal*. Vol 16(4).
- Sunyoto, D. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. ANDI. Yogyakarta. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas.
- Widhianningrum, P. 2013. Pengaruh Biaya Agensi, Kesempatan Investasi, Hutang, Likuiditas, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Akuntansi dan Pendidikan* 2(1).
- Wijaya, L.R. Puspo, Bandi dan Wibawa, Anas. 2010. Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Makalah Simposium Nasional Akuntansi XIII*. Purwokerto.

Yudiana, I. G. Y dan I. K. Yadnyana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set, dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* (15)1:112-141.