

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMEPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN

(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE
2010-2013)

Nurkholis

Agus Purwanto¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH. Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476476851

ABSTRACT

This research aims to analyze the influence of investment opportunity set, profitability, free cash flow and collateralizable assets on the dividend policy. The population of this research are all manufacturing companies that listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) during 2010-2013. The sample was selected using purposive sampling method and obtained one hundred twenty five firms being sampled. This research analyzes the company's annual report using the method of content analysis. Data analysis used descriptive statistics, assumption tests, and tobit regression model. The result of this study showed that investment opportunity set, profitability and free cash flow significantly influence to the dividend policy. Meanwhile, collateralizable assets had no effect to dividend policy.

Keywords: dividend policy, profitability, annual reports, agency theory

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan hal yang harus diperhatikan dan dicermati dengan seksama. Dalam kebijakan dividen ditentukan jumlah alokasi laba yang dapat dibagikan kepada pemegang saham dan alokasi laba yang dapat ditahan oleh perusahaan. Semakin besar jumlah laba yang ditahan, maka semakin sedikit jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Dalam pengalokasian jumlah laba tersebut timbul berbagai masalah yang harus dihadapi oleh perusahaan.

Evaluasi pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kekayaan pemegang saham dapat dilakukan dengan melihat kebijakan dividen perusahaan sebagai keputusan pendanaan yang melibatkan laba di tahan. Setiap periode, perusahaan harus memutuskan apakah laba yang diperoleh akan ditahan atau didistribusikan sebagian atau seluruhnya pada pemegang saham sebagai dividen. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan pengembalian melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut. Jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas. Jika tidak ada kelebihan, maka dividen tidak akan dibagikan (James, 2002).

Keputusan pembagian dividen menjadi kontradiksi antara *stakeholder*, khususnya bagi para investor dan manajer perusahaan. Bagi investor, penetapan kebijakan dividen sangat penting untuk kesejahteraannya (Dewi, 2008). Hal ini disebabkan karena dividen merupakan tingkat pengembalian investasi baginya (Suharli, 2006). Disisi lain, menurut Suharli (2006), bagi pihak manajer, dividen merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman, selain itu kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang.

Kebijakan dividen merupakan salah satu cara dalam mengatasi masalah keagenan (*agency conflict*). Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen dapat berperan sebagai mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan. Peningkatan pembayaran dividen akan mendorong perusahaan untuk mencari sumber pendanaan eksternal di pasar modal. Dengan masuknya perusahaan ke pasar

¹ Corresponding author

modal, maka perusahaan akan mendapat pengawasan dari para investor luar sehingga dapat menekan para manajer untuk bertindak demi kepentingan para pemegang saham. Dengan demikian, dividen dapat menjadi alat monitoring sekaligus *bonding* untuk mengontrol perilaku para manajer.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen

Teori *pecking order hypothesis* dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan negatif antara kesempatan investasi dan kebijakan dividen. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi cenderung akan menggunakan seluruh dananya untuk investasi tersebut. Hal ini dikarenakan kesempatan investasi merupakan peluang perusahaan untuk meningkatkan pertumbuhan. Pemakaian keseluruhan dana tersebut akan berdampak pada jumlah dana yang semestinya digunakan untuk pembagian dividen. Dengan tidak ada atau kecilnya dana yang digunakan untuk pembagian dividen maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin kecil. Hal ini dikarenakan keseluruhan dana yang digunakan untuk kepentingan investasi tersebut. Dengan demikian, semakin tinggi peluang investasi perusahaan maka kecenderungan untuk perusahaan membagikan dividennya cenderung kecil. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002); Suharli (2007); Monica dan Gupta (2012). Dimana ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H1: Kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Keuntungan perusahaan merupakan faktor pertama yang biasanya menjadi pertimbangan Direksi, walaupun untuk membayar dividen perusahaan rugipun dapat melaksanakannya, karena adanya cadangan dalam bentuk laba ditahan. Namun demikian hubungan antara keuntungan perseroan dengan keputusan dividen masih merupakan suatu hubungan yang vital (Robert, 1997). Berdasarkan teori *signaling hypothesis*, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen lebih tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memberikan sinyal-sinyal positif kepada para investor. Profitabilitas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang bagus, sehingga melalui laporan keuangannya para investor akan menanamkan dana atau modalnya ke perusahaan tersebut. Dengan bertambahnya dana yang diperoleh investor tersebut akan membuat pendanaan perusahaan semakin tinggi. Hal ini akan membuat perusahaan mampu memenuhi kewajibannya dalam pembagian dividen. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka peluang perusahaan membagikan dividennya menjadi lebih tinggi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kania dan Bacon (2005); Savitri (2006) dan Imran (2011). Ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Teori *residual dividend policy* dapat menjelaskan hubungan antara *free cash flow* dan kebijakan dividen. Dalam teori tersebut dijelaskan bahwa perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Sedangkan *free cash flow* merupakan kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi perusahaan (Brigham dan Houtson, 1999) atau kelebihan dana atas suatu proyek yang telah direncanakan. Tapi, *free cash flow* yang tinggi dapat disalahgunakan oleh manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya maupun berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Oleh sebab itu, pembagian dividen bisa menjadi mekanisme untuk mencegah manajer memaksimalkan kepentingan pribadinya (Mahadwartha, 2007). Dengan

demikian semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka semakin tinggi peluang perusahaan membagikan dividennya. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2007); Mahadwartha (2007); Rosdini (2009) dan Imran (2011). Keempat penelitian tersebut menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

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

Pengaruh *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen

Teori keagenan dapat menjelaskan hubungan positif antara *collateralizable assets* dan kebijakan dividen. Darman (2008) mengungkapkan *collateralizable assets* dianggap sebagai proksi aset-aset jaminan untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Wahyudi (2008) mengungkapkan tingginya *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar, sebaliknya semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membiayai dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak terbayar. Hal ini sejalan dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nugraha (2006); Mahadwartha (2007) serta Wahyudi dan Baidori (2008). Ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa *collateralizable assets* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H4: *Collateralizable Assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel terikat (dependen) dan variabel bebas (independen). Variabel terikat merupakan variabel yang dijelaskan oleh variabel tersebut. Variabel terikat dalam penelitian ini kebijakan dividen, sedangkan variabel bebas merupakan variabel yang dapat mempengaruhi variabel terikat. Variabel bebas dalam penelitian ini adalah kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow* dan *collateralizable assets*.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013. Sampel dalam penelitian ini diambil dengan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah (1) perusahaan tersebut secara berturut-turut tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2010-2013. (2) perusahaan tersebut memiliki informasi keuangan yang lengkap selama periode 2010-2013.

Metode Analisis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan regresi tobit (*regression tobit*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

Dimana :

Y	: Kebijakan dividen
β_0	: <i>intercept</i>
X_1	: Kesempatan investasi (KI)
X_2	: Profitabilitas (PRO)
X_3	: <i>Free Cash Flow</i> (FCF)
X_4	: <i>Collateralizable Assets</i> (CA)
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi
ε	: Standar error

Dalam model tobit, variabel dependen penelitian ini yaitu kebijakan dividen (Y) di atur sebagai berikut :

$$Y = \begin{cases} 0 & \text{jika } y \leq 0 \\ y & \text{jika } y > 0 \end{cases}$$

Dengan cara ini semua nilai negatif dari y diubah menjadi 0, dimana dapat diartikan perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen. *Likelihood Ratio* dan *Uji Wald* digunakan untuk menguji estimasi parameter dari model tobit tersebut apakah layak digunakan atau tidak. Kedua uji tersebut sering digunakan dalam model tobit (*Robinson, Bera and Jarque, 1985*).

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Penelitian ini mengambil populasi perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2013. Sementara metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Dua kriteria digunakan sebagai dasar menentukan sampel.

Berdasarkan data yang diperoleh dari *website* Bursa Efek Indonesia (BEI) diketahui bahwa perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013 secara berturut-turut adalah 128, 130, 132 dan 136. Sementara perusahaan yang tercatat secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2013 sejumlah 125 perusahaan pada tiap tahunnya. Sebanyak 13 perusahaan tidak memenuhi kriteria pertama. Dari jumlah tersebut, hanya 3 pada tiap tahunnya yang tidak memenuhi kriteria kedua, yaitu perusahaan yang menyajikan informasi keuangan secara lengkap. Dengan demikian, sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 500 data. Dari jumlah tersebut, sebanyak 18 data dikeluarkan (*outlier*) karena mengandung nilai ekstrim. Oleh karena itu, jumlah data pengamatan menjadi 482. Berikut ini disajikan dalam tabel 1 penentuan jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini :

Tabel 1
Penentuan Jumlah Sampel

NO	Kriteria	2010	2011	2012	2013
	Jumlah seluruh perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013	128	130	132	136
1	Perusahaan yang tidak tercatat secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013		(2)	(4)	(7)
2	Perusahaan yang tidak menyajikan data secara lengkap	(3)	(3)	(3)	(3)
	Jumlah sampel penelitian yang digunakan	125	125	125	125
	Penggabungan data selama empat tahun		500		
	<i>Outlier</i> data		(18)		
	Jumlah data pengamatan		482		

Data Sekunder yang diolah, 2015

Analisis Data

Statistik Deskriptif

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu diuraikan gambaran sebaran nilai dari masing-masing variabel. Analisis statistik deskriptif menggambarkan karakter data sampel yang digunakan dalam penelitian berdasarkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan standar deviasi. Dengan demikian, melalui analisis statistika deskriptif dapat diketahui gambaran tentang kebijakan dividen, kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow* dan *collateralizable assets* berdasarkan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan standar deviasi. Berdasarkan analisis statistik deskriptif diperoleh gambaran variabel penelitian sebagai berikut :

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
DPR	482	0	1	0,1486	0,2593
KI	482	-9,4298	16,756	1,8128	2,4297
PRO	482	-10406	24080	422,77	2192
FCF	482	-4,0249	1,4451	0,1098	0,543
CA	482	0,0029	0,9917	0,3726	0,2136

Data sekunder yang diolah, 2015

Tabel 2 diatas menunjukkan bahwa variabel kebijakan dividen (DPR) mempunyai nilai rata-rata 0,1486 (14,86%). Nilai paling sedikit adalah 0 (0%) dan nilai tertinggi adalah 1 (100%). Data ini menunjukkan bahwa rata-rata pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan yang menjadi sampel tergolong sangat rendah, yaitu hanya sebesar 14,86%. Hal ini diketahui dari nilai rata-ratanya yang hampir mendekati nilai minimum. Standar deviasinya tergolong rendah, yaitu 0,2593. Nilai standar deviasi lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa variabel DPR sangat bervariasi antar perusahaan dari tahun ke tahun.

Variabel kesempatan investasi (KI) mempunyai nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi masing-masing 1,8128, -9,4298, 16,756 dan 2,4297. Hal ini menunjukkan dalam kesempatan investasi, perusahaan menggunakan dananya untuk melakukan investasi cenderung rendah dan menunjukkan juga bahwa perusahaan yang dijadikan sampel berada pada tahap dewasa/*maturity* (Gumanti dan Novi, 2008). Hal ini diketahui dari nilai rata-ratanya yang mendekati nilai minimum. Nilai KI tertinggi adalah 16,756. Sedangkan nilai KI terendah adalah -9,4298.

Variabel profitabilitas (PRO) mempunyai nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi masing-masing Rp.422,77, Rp.-10406, Rp.24080 dan Rp.2192. Nilai tersebut menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang menjadi sampel memiliki pendapatan laba dari saham cenderung rendah. Hal ini diketahui dari nilai rata-ratanya yang mendekati nilai minimum. Sampel perusahaan yang memiliki pendapatan laba dari saham tertinggi adalah Rp.24080. Sedangkan sampel perusahaan yang memiliki pendapatan laba dari saham terendah adalah Rp.-10406.

Variabel *free cash flow* (FCF) mempunyai nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi masing-masing 0,1098, -4,0249, 1,4451 dan 0,543. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata aliran arus kas bebas dari perusahaan yang dijadikan sampel sangat tinggi. Hal ini diketahui dari nilai rata-ratanya yang hampir mendekati nilai maksimum. Nilai FCF tertinggi adalah 1,4451. Sedangkan nilai FCF terendah adalah -4,0249.

Variabel *collateralizable assets* (CA) mempunyai nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum dan standar deviasi masing-masing 0,3726, 0,0029, 0,9917 dan 0,2136. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata sampel perusahaan menggunakan aset sebagai jaminan cenderung rendah, yaitu 0,3726 (37,26%). Hal ini diketahui dari nilai rata-ratanya yang mendekati nilai minimum. Sementara perusahaan yang menggunakan aset sebagai jaminan yang paling rendah adalah 0,0029 (0,29%).

Pengujian Asumsi

Sebelum melakukan analisis regresi, perlu dilakukan pengujian asumsi sebelumnya. Hal ini dilakukan agar data sampel yang diolah dapat benar-benar mewakili populasi secara keseluruhan. Uji asumsi yang digunakan hanya dua karena analisis regresi yang digunakan adalah regresi tobit (Monica dan Gupta, 2012). Dua asumsi tersebut adalah uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas.

Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen. Model yang baik adalah model yang tidak terjadi korelasi antar variabel.

Untuk mendeteksi terdapat atau tidaknya multikolinieritas antar variabel independen dilakukan pengujian koefisien korelasi. Besarnya koefisien korelasi antar variabel independen dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinieritas

	KI	PRO	FCF	CA
KI	1.000000	0.364809	-0.029856	0.176741
PRO	0.364809	1.000000	-0.111860	0.116103
FCF	-0.029856	-0.111860	1.000000	-0.426524
CA	0.176741	0.116103	-0.426524	1.000000

Data sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan tabel diatas secara keseluruhan korelasi antar variabel independen relatif kecil (<0.8), hal ini berarti tidak terjadi multikolinieritas antar variabel independen. Beberapa variabel independen memiliki korelasi positif seperti:

1. Kesempatan investasi (KI) dengan Profitabilitas (PRO)
2. Kesempatan investasi (KI) dengan *Collateralizable assets* (CA)
3. Profitabilitas (PRO) dengan *Collateralizable assets* (CA)

Korelasi di atas dapat diartikan apabila suatu perusahaan menghasilkan laba semakin banyak maka kecenderungan perusahaan melakukan investasi akan semakin besar. Tingkat laba yang tinggi akan membuat dana perusahaan bertambah yang dapat digunakan untuk mengembangkan perusahaan, salah satu caranya adalah dengan melakukan investasi.

Beberapa variabel independen dalam penelitian ini ada juga yang memiliki korelasi negatif, seperti KI dengan FCF. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung menggunakan dananya untuk membiayai investasi tersebut. Sumber dana yang dapat di pakai salah satunya adalah arus kas bebas (FCF). Hal tersebut akan berdampak pada berkurangnya jumlah arus kas bebas yang di miliki perusahaan karena digunakan untuk investasi tersebut. Sehingga semakin besar kesempatan investasi (KI) akan mempengaruhi berkurangnya jumlah arus kas bebas perusahaan (FCF). Korelasi negatif lainnya adalah PRO dengan FCF dan FCF dengan CA. Korelasi tersebut dapat diartikan hubungan variabel tersebut berbanding terbalik, yaitu apabila salah satu variabel independen naik akan diikuti oleh penurunan variabel lainnya.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas.

Tabel 4
Hasil Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	1.040.339	Prob. F(4,477)	0.3858
Obs*R-squared	4.168.610	Prob. Chi-Square(4)	0.3837

Data sekunder yang diolah, 2015

Hasil output menunjukkan nilai *Obs*R-squared* adalah sebesar 4,17 sedangkan nilai probabilitas (*chi-square*) adalah 0,38 (lebih besar daripada $\alpha = 0,05$), dengan demikian data tidak mengandung masalah heteroskedastisitas.

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas per Variabel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KI	0.000335	0.000311	1.074.238	0.2833
PRO	1.06E-10	2.04E-10	0.520479	0.6030
FCF	-0.006319	0.006090	-1.037.450	0.3001
CA	-0.026315	0.036653	-0.717944	0.4731

Data sekunder yang diolah, 2015

Tingkat signifikansi masing-masing variabel diatas 0,05 hal ini menandakan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas. Berarti model yang digunakan sudah baik.

Pengujian Hipotesis

Analisis Regresi Tobit

Untuk mengestimasi Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen digunakan paket *Eviews 7.0* diperoleh hasil estimasi model tobit sebagai berikut:

Tabel 6
Hasil Uji Regresi Tobit Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.294545	0.075613	-3.895.437	0.0001
KI	0.044615	0.011282	3.954.525	0.0001
PRO	0.000037	0.000011	3.245.462	0.0012
FCF	0.281316	0.081034	3.471.565	0.0005
CA	0.112358	0.151310	0.742566	0.4577
LR Test		74.83366		
p-value		0.0000		
Wald Test		$X^2(5) = 0.551404$		
p-value		0.4577		

Data sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan tabel 6 di atas, persamaan regresi yang dapat disusun adalah $DPR = -0,2945 + 0,4461 KI + 0,0003 PRO + 0,28131 FCF + 0,1126 CA + e$

Selanjutnya dilakukan uji estimasi parameter untuk menentukan model tobit diatas layak atau tidak digunakan. Uji yang digunakan adalah *Likelihood Ratio* dan *Uji Wald*.

Uji *Likelihood Test* (Uji G)

Hipotesis yang digunakan adalah :

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

$$H_1 : \text{Paling tidak terdapat satu } \beta_j \neq 0$$

Dari hasil pengolahan data diperoleh nilai $G = 74.83366 > X^2_{0,05;4} = 9,23635$. Maka dapat disimpulkan H_0 ditolak sehingga model regresi tobit dapat digunakan.

Uji *Wald*

Hipotesis yang digunakan adalah :

$$H_0 = \beta_j = 0$$

$$H_1 = \beta_j \neq 0$$

Uji parameter ini dilakukan bertahap dengan membuang parameter (variabel independen) yang sangat tidak signifikan sehingga diperoleh parameter yang signifikan semua. Dari hasil pengolahan data diperoleh nilai $X^2 = 0,551404$. Maka dapat disimpulkan bahwa H_0 diterima sehingga model regresi tidak dapat digunakan. Oleh karena itu, model regresi dibuat kembali dengan mengeluarkan variabel yang memiliki nilai paling tidak signifikan. Dari tabel 6 diketahui bahwa ada variabel yang tidak signifikan yaitu CA ($0,4577 > 0,05$) sehingga variabel tersebut dapat dikeluarkan dalam model.

Tabel 7
Hasil Uji Regresi Tobit Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-0.248272	0.040580	-6.118.090	0.0000
KI	0.045534	0.011202	4.064.667	0.0000
PRO	0.000036	0.000011	3.184.954	0.0014
FCF	0.246851	0.063939	3.860.720	0.0001
LR Test		74.27679		
p-value		0.0000		
Wald Test		$X^2(4) = 14.90516$		
p-value		0.0001		

Data sekunder yang diolah, 2015

Berdasarkan tabel 7 diatas, persamaan regresi yang dapat disusun adalah $DPR = -0,2483 + 0,0455 KI + 0,0004 PRO + 0,2468 FCF + e$

Selanjutnya dilakukan uji estimasi parameter untuk menentukan model tobit diatas layak atau tidak digunakan. Uji yang digunakan adalah *Likelihood Ratio* dan Uji *Wald*.

Uji *Likelihood Test* (Uji G)

Hipotesis yang digunakan adalah :

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$

$H_1 : \text{Paling tidak terdapat satu } \beta_j \neq 0$

Dari hasil pengolahan data diperoleh nilai $G = 74.27679 > X^2_{0,05;3} = 7,81473$. Maka dapat disimpulkan H_0 ditolak sehingga model regresi tobit dapat digunakan.

Uji *Wald*

Hipotesis yang digunakan adalah :

$H_0 = \beta_j = 0$

$H_1 = \beta_j \neq 0$

Uji parameter ini dilakukan bertahap dengan membuang parameter (variabel independen) yang sangat tidak signifikan sehingga diperoleh parameter yang signifikan semua. Dari hasil pengolahan data diperoleh nilai $X^2 = 14.90516$. Maka dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak sehingga model regresi dapat digunakan.

Dari tabel 7 diperoleh bahwa tiga variabel independen, yaitu kesempatan investasi (KI), profitabilitas (PRO) dan *free cash flow* (FCF) secara signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini dapat dilihat dari probabilitas signifikan untuk variabel-variabel tersebut di bawah 0,05 (5%).

Dalam proses perpindahan dari model 1 ke model 2, satu variabel (*collateralizable assets*) dari model 1 dikeluarkan dari model model 2. Uji LR dilakukan untuk menguji model 2 (terbatas) terhadap model 1 (tidak terbatas) dan melihat apakah proses ini secara statik memberikan penjelasan tambahan untuk model tersebut. Karena nilai LR yang dihitung kurang dari nilai kritis, maka dapat disimpulkan model 1 tidak memberikan peningkatan yang signifikan secara statistik pada model 2. Perbedaan hasil regresi antara 2 model tersebut juga tidak terlalu signifikan, baik dari nilai koefisiennya maupun nilai probabilitasnya.

Pengaruh tiap variabel independen terhadap variabel dependen dapat dijelaskan sebagai berikut:

Pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen

Hasil analisis dengan menggunakan regresi tobit menunjukkan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar peluang investasi yang diperoleh suatu perusahaan semakin besar persentase dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian ini tidak mendukung hipotesis pertama walaupun tingkat signifikansinya 0,0000. Hal ini dikarenakan arah aktual dan yang diprediksi berbeda, dimana arah aktual positif sedangkan arah yang diprediksi negatif. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen ditolak. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Mahadwartha dan Hartono (2002). Hasil penelitian ini tidak

berhasil mendukung teori *pecking order hypothesis* yang dapat menjelaskan hubungan negatif antara kebijakan dividen dan kesempatan investasi. dimana dalam teori tersebut menyatakan bahwa semakin besar peluang investasi suatu perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Semakin besar peluang untuk melakukan investasi maka dana yang dibutuhkan akan semakin besar dan bila perlu mengambil dana eksternal untuk investasi tersebut. Penggunaan dana eksternal untuk pembiayaan investasi akan mengurangi dana yang seharusnya digunakan untuk pembayaran dividen. Alasan ditemukannya pengaruh positif dan signifikan diduga karena perusahaan sampel dalam penelitian ini secara umum dapat dikategorikan perusahaan yang mapan dan berada pada tahap dewasa (*maturity*) sehingga kegiatan usahanya lebih berfokus pada upaya menghasilkan keuntungan dan membagikannya kepada para investor (dividen). perusahaan pada tahap ini memiliki banyak cadangan laba untuk diinvestasikan kembali tanpa harus mengurangi proporsi pembayaran dividennya.

Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Hasil analisis dengan menggunakan regresi tobit menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar laba yang diperoleh oleh suatu perusahaan semakin besar persentase dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis kedua dengan tingkat signifikan 0,0014. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Kania dan Bacon (2005), dan Imran (2011). Hasil penelitian ini mendukung *signaling hypothesis* yang menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi dari perusahaan akan memberikan sinyal positif kepada investor untuk menanamkan modal pada perusahaan tersebut, sehingga dana perusahaan akan bertambah yang kemudian akan berdampak pada semakin tingginya pembagian dividen.

Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Hasil analisis dengan menggunakan regresi tobit menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar arus kas bebas perusahaan (FCF) semakin besar persentase dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis ketiga dengan tingkat signifikan 0,0001. Dengan demikian hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Rosdini (2009). Hasil penelitian ini berhasil mendukung teori *residual dividend policy* yang menyatakan bahwa perusahaan membayar dividennya jika terdapat kelebihan kas atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai suatu proyek. Sedangkan arus kas bebas sendiri merupakan dana yang tersisa dari suatu pembiayaan proyek. Sehingga dari dana yang tersisa atau berlebih tersebut maka peluang perusahaan membayar dividennya juga semakin tinggi.

Pengaruh *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen

Hasil analisis dengan menggunakan regresi tobit menunjukkan bahwa variabel ini memiliki nilai signifikansi 0,4577 (45,77%) yang berarti berada di atas taraf signifikansi 0,05 (5%). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis keempat yang menyatakan bahwa *collateralizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen tidak dapat diterima. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Habib (2012). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen tidak signifikan. Alasan *collateralizable assets* tidak berpengaruh signifikan diduga rendahnya hutang obligasi. Hal ini dapat diartikan bahwa konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemegang obligasi relatif rendah atau dapat dikatakan tidak ada terutama pada perusahaan yang dijadikan sampel. Akibatnya, *collateralizable assets* sebagai faktor yang dapat menjembatani kepentingan kedua pihak tersebut tidak memiliki pengaruh signifikan dalam pengambilan kebijakan dividen.

KESIMPULAN

Hasil penelitian ini menunjukkan beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. dari empat faktor yang diteliti (kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow* dan *collateralizable assets*), terbukti bahwa kesempatan investasi, profitabilitas dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti kesempatan investasi, profitabilitas dan *free cash flow* yang tinggi akan membuat perusahaan melakukan pembayaran dividennya lebih

banyak. Sedangkan faktor lain yaitu *collateralizable assets* terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti perusahaan tidak mempertimbangkan *collateralizable assets* dalam pengambilan keputusan dividen.

Penelitian ini memiliki keterbatasan. Pertama, penelitian ini hanya menggunakan perusahaan manufaktur saja, sehingga belum dapat mewakili seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI. Kedua, masih ada sejumlah variabel lain yang belum digunakan sedangkan variabel tersebut memiliki kontribusi dalam mempengaruhi kebijakan dividen.

Atas dasar keterbatasan tersebut, untuk penelitian selanjutnya disarankan objek penelitian tidak hanya fokus pada perusahaan manufaktur saja tetapi seluruh industri yang *go public*. Mengingat jenis usaha berbeda akan memiliki karakteristik yang berbeda sehingga bisa melahirkan perilaku keputusan yang berbeda. Kemudian, sebaiknya menambah jumlah faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi atau penggunaan proksi lain dari variabel yang ada di penelitian ini.

REFERENSI

- Brigham, Eugene F. and Joel F Houston. 1999. *Manajemen Keuangan*. Jakarta: Erlangga.
- Darman. 2008. "Agency Cost dan Kebijakan Dividen Pada Emerging Market." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(2): 198-203.
- Easterbrook, F.H. 1984. "Two Agency-Cost Explanation of Dividend." *The American Economic Review*, 74 (4), Hal 650-659.
- Gumanti, Tatang Ari dan Novi Puspitasari. 2008. Siklus Kehidupan Perusahaan dan Kaitannya dengan Investment Opportunity Set, Resiko dan Kinerja Finansial. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, Vol 8, No. 2, Hal. 139-150.
- Imran, Kashif. 2011. "Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector". *The Romanian Economic Journal* No. 41 Year XIV.p.47-60
- Kania, Sharon L. & Bacon Frank W. 2005. "What Factors Motive The Corporate Devidend Decision?." *ABSE E-Journal*, Vol. 1, No. 1, pp. 103-104.
- Nugraha, I Nyoman. 2006. Analisis Biaya Keagenan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal AKSIOMA*, Vol. 5, No. 2.
- Mahadwartha, P.A dan Jogiyanto Hartono. 2002. "Uji Teori Keagenan Dalam Hubungan Interdependensi Antara Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen", Makalah Seminar, Simposium Nasional Akuntansi V, Ikatan Akuntansi Indonesia, p. 635-647.
- Mahadwartha, P.A. 2007. "Conflict of Interest on Ownership versus Free Cash Flow: Dividend Policy Effectiveness". *Jounal of Indonesian Economy and Business*, Vol.2, No. 2.
- Robbert Ang. 1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Penerbit Mediasoft Indonesia.
- Robinson, P.M., Bera, A.K. and Jarque, C.M. 1985. "Test for Serial Dependence in Limited Dependent Variable Models." *International Economic Review*. Vol. 26, No.3:629-638.
- Rosdini, Dini. 2009. "Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio." *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 3(2), 14-26.
- Rosidi dan Fauz, Achmad. 2007. "Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Kebijakan Utang Dan Collateral Asset Terhadap Kebijakan Deviden." *Jurnal Ekonomi & Manajemen*, Vol. 8, No. 2, pp. 259-267.



- Santoso, Habib Dwi. 2012. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen." *Diponegoro Journal of Accounting*, 1(1):1-12.
- Savitri. 2006. "Keputusan Dividen; Analisis Karakteristik Keuangan yang Mempengaruhinya." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, vol. X, No. 3
- Siaghania, Monica & Gupta. 2012. "Determinants Of Corporate Dividend Policy: A Tobit Model Approach." *Vision*, Vol. 16, No. 3, pp. 153-162.
- Sisca, Christiany Dewi. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 10, No.1, April 4704.
- Suharli, Michell. 2006. "Studi Empiris Mengenai Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Harga Saham Terhadap Jumlah Dividen Tunai." *Jurnal Maksi*, Vol. 6, No. 2, pp. 243-256..
- Wahyudi, E. & Baidon. 2008. "Pengaruh Insider Ownership, Collaterizable Assets, Growth Net Sales Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia.Periode 2002-2006." *Jurnal Aplikasi Manajemen*, Vol. 6, No. 3, pp. 474-482.
- Werner R. Murhadi. 2008. "Hubungan *Capital Expenditure*, Risiko Sistematis, Struktur Modal, Tingkat Kemampulabaan Terhadap Nilai Perusahaan." *Manajemen & Bisnis*, 7(1), 11-23.