

## PENGARUH LABA, ARUS KAS OPERASI DAN ARUS KAS BEBAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN NON-KEUANGAN (TAHUN 2008-2017)

Fadhil Dhaneswara, Haryanto <sup>1</sup>

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro  
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

### ABSTRACT

*This research was conducted to analyze the effect of Earnings, Operating Cash Flow and Free Cash Flows on Dividend Policy on Non-Financial Companies. This research refers to research conducted by Kighir, Omar and Mohamed (2015).*

*The population of this study are all non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2008-2017. Total observations amounted to 410 determined by purposive sampling method. This study uses the OLS method to test hypotheses.*

*The results of the study show that the earnings and operating cash flow variables have a significant positive effect on dividend policy. However, the free cash flow variable has no significant effect on dividend policy.*

*Keywords: earnings, operating cash flow, free cash flow, dividends.*

### PENDAHULUAN

Dalam era globalisasi ini, benua Asia telah menjadi benua dengan pertumbuhan ekonomi tertinggi, pertumbuhan tersebut dapat dilihat di sejumlah negara di benua Asia. Perkembangan ekonomi yang pesat tentunya telah meningkatkan kesejahteraan perusahaan. Meskipun begitu, tidak sedikit pula perusahaan yang mengalami kebangkrutan. Ada beberapa faktor yang dapat menjelaskan penyebab kejadian tersebut. Salah satu penyebabnya adalah kurangnya transparansi dan akuntabilitas laporan keuangan perusahaan serta kurangnya kemampuan manajemen perusahaan dalam mengelola laba.

Laba dan arus kas memiliki peran penting dalam pengambilan keputusan pembayaran dividen. Peningkatan laba diharapkan oleh investor dapat meningkatkan pembayaran dividen. Laba juga merupakan indikator kinerja suatu perusahaan. Perusahaan didirikan dengan tujuan menghasilkan laba semaksimal mungkin. Laba perusahaan dapat dialokasikan ke saldo laba serta dividen. Alokasi laba ke saldo laba dapat digunakan untuk ekspansi perusahaan, sedangkan alokasi laba ke dividen dilakukan jika perusahaan ingin membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk *return*. Laba juga dapat dialokasikan ke cadangan umum yang dapat digunakan apabila perusahaan mengalami kekurangan dana.

Dividen merupakan salah satu faktor bagi investor dalam menanamkan modal di sebuah perusahaan. Keputusan dalam penentuan pembayaran dividen merupakan keputusan yang sulit. Hal ini dikarenakan manajemen dan pemegang saham memiliki sudut pandang yang berbeda. Pemegang saham selalu menginginkan dividen yang lebih besar, namun pemberian dividen yang lebih besar dapat menghambat laju pertumbuhan perusahaan karena keterbatasan dana. Pertumbuhan perusahaan yang terhambat tentunya akan menyebabkan perusahaan sulit bersaing dengan perusahaan lain. Fenomena seperti ini merupakan salah satu konflik antara prinsipal dengan agen yang menjadi dasar teori agensi (Jensen dan Meckling 1976).

Terdapat banyak teori mengenai kebijakan dividen yang digunakan dalam pengambilan keputusan oleh manajemen perusahaan ataupun investor. Teori-teori tersebut di antaranya seperti: *dividend irrelevance theory, bird in the hand theory, tax preference theory, smoothing theory, clientele effect theory dan signalling theory.*

---

<sup>1</sup> Corresponding author

Investor sering kali memperhatikan laba bersih dan dividen dalam pertimbangannya untuk berinvestasi. Dalam pengambilan keputusan investasi, dividen merupakan salah satu indikator yang penting. Oleh karena itu, investor menginginkan perusahaan untuk menghasilkan dividen semaksimal mungkin. Lintner (1956) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan memiliki perhatian khusus terhadap stabilitas dividen. Perusahaan lebih mempertimbangkan apakah mereka perlu melakukan perubahan pembayaran dividen dari pembayaran dividen di waktu sebelumnya daripada menentukan pembayaran dividen pada setiap kuartal. Besar atau kecilnya perubahan dividen hanya akan terjadi ketika mereka sudah menentukan bahwa sebuah perubahan benar-benar diperlukan. Pandangan ini kemudian didukung oleh Miller dan Modigliani (1961). Miller dan Modigliani dalam teori klasiknya berpendapat bahwa perubahan dalam dividen sangat bergantung pada ekspektasi manajer terhadap laba di masa depan dan arus kas.

Manajer mengklaim bahwa perusahaan mengurangi dividen jika tidak punya pilihan lain, dan meningkatkan dividen jika manajemen yakin bahwa arus kas masa depan bisa mempertahankan tingkat dividen yang baru (Guttman, Kadan dan Kandel 2001).

Penggunaan laba sebagai acuan dalam menentukan pembayaran dividen tampaknya kurang tepat, hal ini disebabkan karena laba rentan dimanipulasi sesuai keinginan manajemen perusahaan, fenomena tersebut tentunya dapat menimbulkan masalah agensi antara manajemen perusahaan dengan investor.

Kebijakan pembayaran dividen sebaiknya berbasiskan arus kas, bukan laba, karena arus kas merefleksikan kondisi perusahaan dengan lebih baik daripada basis laba (Lee 1983). Healy (1985) berpendapat bahwa arus kas lebih bisa diandalkan dalam penentuan nilai sebuah perusahaan daripada laba karena bisa dimanipulasi dengan mudah oleh manajer untuk memaksimalkan kompensasi perusahaan.

Laporan keuangan harus memiliki informasi yang berguna bagi pengguna internal maupun eksternal dalam rangka pengambilan keputusan bisnis dan ekonomi, sebagaimana dinyatakan dalam SFAC No. 1. Pengguna eksternal yaitu investor, kreditur, pemerintah, serta masyarakat, sedangkan pengguna internal yaitu manajemen perusahaan. Laporan keuangan yang baik tentunya tidak menyesatkan, transparan dan dapat dipertanggungjawabkan.

Dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen, kebanyakan perusahaan menggunakan laba sebagai basisnya, namun Andres, et al. (2009) menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan Jerman menggunakan arus kas sebagai basis dalam memutuskan pembagian dividennya. Pendapat ini juga disetujui oleh Al-Najjar dan Belghitar (2012) yang memiliki argumen bahwa perusahaan-perusahaan Inggris lebih mengandalkan pada arus kas perusahaan untuk membayar dividen.

Hasil penelitian oleh Adaoglu (2000) menyatakan bahwa perusahaan yang terdaftar pada Istanbul Stock Exchange (ISE) mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang tidak stabil, dan faktor utama yang menentukan jumlah pembayaran dividen adalah laba perusahaan pada tahun berjalan.

Di Indonesia, penelitian mengenai pengaruh laba dan arus kas terhadap kebijakan dividen telah dilakukan oleh Irawan dan Nurdhiana (2012). Penelitian dilakukan pada 44 perusahaan yang sudah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2009-2010. Dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa laba bersih dan arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen secara simultan, namun laba bersih berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen sedangkan arus kas operasi tidak memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Rasyid (2001) melakukan penelitian dengan judul "Hubungan Laba dan Arus Kas Operasi terhadap Dividen". Dalam hasil penelitian tersebut, ditemukan bahwa "terdapat hubungan positif antara laba bersih dan arus kas operasi dengan dividen pada perusahaan manufaktur." Namun, penelitian yang dilakukan oleh Arilaha (2009) menemukan bahwa arus kas bebas perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen.

Adanya perbedaan pada hasil penelitian-penelitian mengenai pengaruh laba dan arus kas terhadap kebijakan pembayaran dividen menyebabkan terjadinya ambiguitas dalam pengambilan

kesimpulan penelitian. Oleh karena itu, diperlukan penelitian kembali sehubungan dengan pengaruh laba dan arus kas terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian Kighir, et al., (2015). Perbedaan yang ada pada penelitian ini dengan penelitian Kighir, et al., (2015) yaitu terletak pada sampel perusahaan yang akan diteliti. Penelitian ini lebih berpusat pada perusahaan-perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitian ini digunakan kebijakan dividen sebagai variabel dependen dan laba, arus kas operasi dan arus kas bebas sebagai variabel independen. Data yang digunakan dalam penelitian ini mencakup perusahaan non-keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada rentang waktu 2008-2017. Seperti penelitian sebelumnya, perusahaan dalam sektor keuangan tidak dimasukkan ke dalam penelitian ini, dikarenakan perusahaan-perusahaan sektor keuangan memiliki kebijakan akuntansi yang berbeda-beda dan keterbatasan pelaporan untuk arus kas dan laba. Dalam penelitian ini, laporan arus kas dipisahkan menjadi arus kas operasi dan arus kas bebas, untuk mengetahui variabel mana yang berpengaruh lebih baik terhadap kebijakan dividen.

## **KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS**

### **Pengaruh laba terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia**

Lintner (1956) dalam karyanya pada *partial adjustment hypothesis* menyatakan bahwa perusahaan menyadari sifat sementara dari laba tahun berjalan hanya menyesuaikan sebagian ke tingkat dividen yang diinginkan dengan *time lag*. Lintner menyurvei manajer pada perilaku manajemen terhadap kebijakan dividen dan menyimpulkan bahwa manajer menargetkan rasio pembayaran jangka panjang. Lintner juga menemukan bahwa dividen bersifat lengket, terikat dengan pendapatan jangka panjang yang berkelanjutan, dibayar oleh perusahaan yang sudah dewasa dan diratakan dari tahun ke tahun.

Penelitian mengenai pengaruh laba terhadap pemerataan dividen juga pernah diteliti oleh Adaoglu (2000), yang dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan yang terdaftar pada Istanbul Stock Exchange (ISE) mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang tidak stabil, dan faktor utama yang menentukan jumlah pembayaran dividen adalah laba perusahaan pada tahun berjalan.

Brav, et al. (2005) menemukan dalam penelitiannya bahwa manajer bersedia untuk meningkatkan modal eksternal atau bahkan mengorbankan investasi Net Present Value (NPV) untuk menghindari pemotongan dividen.

Al-Yahyaee, et al. (2011) melakukan penelitian di Oman, pengembangan ekonomi yang berjudul "*Dividend smoothing when firms distribute most of their earnings as dividends*". Dalam penelitian ini ditemukan bahwa perusahaan-perusahaan Oman memiliki kebijakan dividen dan rasio target pembayaran yang tidak stabil, dan perusahaan-perusahaan Oman menyesuaikan kebijakan dividen perusahaan dengan sangat cepat dan bersedia untuk memotong dividen.

Di Malaysia, penelitian terdahulu pada area yang menentukan perubahan kebijakan dividen sangat terbatas. Sebuah studi oleh Mohamed, et al. (2005) dalam penelitiannya mengenai faktor-faktor penentu pembayaran dividen, profitabilitas dan likuiditas dan Normah, et al. (2006) dalam survei terhadap dividen, mengungkapkan bahwa perusahaan-perusahaan Malaysia membayar sebagian besar pendapatan perusahaan dalam bentuk dividen. Appannan dan Sim (2011) meneliti determinan penentu yang mempengaruhi keputusan pembayaran dividen oleh manajemen perusahaan di Malaysia yang terdaftar pada perusahaan untuk industri makanan pada sektor produk konsumen dan menyimpulkan bahwa *debt to equity ratio* dan dividen per saham pada masa lalu adalah faktor penentu yang penting dari pembayaran dividen.

Teori agensi Jensen (1976) yang menjelaskan perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal apabila kedua pihak merupakan *utility maximizer*, maka dalam hal ini laba bersih diinginkan oleh investor sebagai prinsipal untuk dibagikan dalam bentuk dividen tunai, sedangkan

manajemen sebagai agen menginginkan laba bersih tersebut agar disimpan di saldo laba untuk menumbuhkan perusahaan. Berdasarkan pembahasan di atas, maka hipotesis berikut diusulkan:  
H1: Terdapat pengaruh positif laba terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.

### **Pengaruh arus kas operasi dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia**

Penelitian ini menggunakan hipotesis yang menyatakan bahwa arus kas adalah determinan kunci dalam perubahan keputusan dividen di antara perusahaan-perusahaan Indonesia. Hipotesis penelitian ini akan didukung di mana arus kas signifikan dalam *partial adjustment model*. Penelitian mengenai hubungan antara arus kas operasi terhadap kebijakan dividen pernah dilakukan oleh Lee (1983) yang menemukan bahwa kebijakan pembayaran dividen sebaiknya berbasiskan arus kas, bukan laba, karena arus kas merefleksikan kondisi perusahaan dengan lebih baik daripada basis laba. Andres, et al. (2009) melakukan penelitian di Jerman dan menemukan bahwa perusahaan Jerman membayar proporsi dividen yang lebih rendah dari arus kas, tetapi membayar proporsi dividen yang lebih tinggi dari laba yang dipublikasikan daripada perusahaan-perusahaan Inggris dan Amerika Serikat. Andres, et al (2009) mengestimasi *partial adjustment model* dan melaporkan dua penemuan signifikan. Pertama, perusahaan-perusahaan Jerman mendasarkan kebijakan dividen perusahaan pada arus kas daripada laba yang diungkapkan, laba yang dipublikasikan tidak merefleksikan performa dengan benar karena perusahaan-perusahaan Jerman menahan sebagian laba perusahaannya untuk membangun *legal reserves*, dan laba yang dipublikasikan merupakan subjek pemerataan daripada arus kas. Kedua, berlawanan dari perusahaan-perusahaan Inggris dan Amerika Serikat, perusahaan-perusahaan Jerman memiliki kebijakan dividen yang lebih fleksibel, perusahaan Jerman bersedia untuk mengurangi dividen ketika profitabilitas sedang turun untuk sementara. Al-Najjar dan Belghitar (2012) melakukan penelitian dengan judul "*The information content of cash flows in the context of dividend smoothing*" dengan menggunakan *modified dividend partial adjustment model*. Dalam modelnya, Al-Najjar dan Belghitar (2012) mengganti laba tahun berjalan dengan *Free Cash Flow (FCF)*, dan hasilnya, perusahaan Inggris lebih mengandalkan arus kas untuk membayar dividen dan *partial adjustment model* milik Lintner (1956) tampaknya tidak bekerja dengan baik di Inggris. Hasil Al-Najjar dan Belghitar (2012) konsisten di seluruh model yang berbeda dan menunjukkan bahwa arus kas lebih unggul daripada laba pada pemerataan dividen, menunjukkan bahwa kas arus adalah penentu utama dari pembayaran dividen. Ini karena dividen model penyesuaian parsial yang diusulkan Al-Najjar dan Belghitar (2012) memiliki koefisien penyesuaian lebih rendah dibanding model Lintner, yang menunjukkan bahwa perkiraan Al-Najjar dan Belghitar (2012) jauh lebih dekat dengan kenyataan. Al-Najjar dan Belghitar (2012) menyimpulkan bahwa versi modifikasi model Lintner menjelaskan lebih baik proses pemerataan dividen untuk perusahaan-perusahaan Inggris.

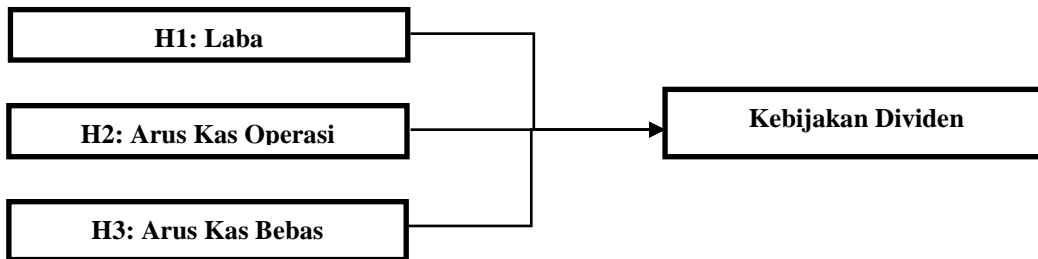
Dalam teori agensi Jensen (1976) yang menjelaskan perbedaan kepentingan antara agen dan prinsipal. Arus kas operasi bersih diinginkan oleh investor sebagai prinsipal untuk dibagikan dalam bentuk dividen tunai, sedangkan manajemen sebagai agen menginginkan arus kas tersebut agar disimpan di saldo laba untuk menumbuhkan perusahaan. Berdasarkan pembahasan di atas hipotesis berikut diusulkan:

H2: Terdapat pengaruh positif arus kas operasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.

H3: Terdapat pengaruh positif arus kas bebas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.

Adapun kerangka konseptual untuk penulisan ini digambarkan sebagai berikut:

Gambar 1  
Kerangka Pemikiran



## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel bebas (independen). Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu kebijakan dividen. Variabel independen (variabel bebas) merupakan variabel yang mempengaruhi variabel terikat. Tiga variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini yaitu laba, arus kas operasi, dan arus kas bebas.

#### Kebijakan Dividen

Mengacu pada penelitian Kighir, et al. (2015) dividen perusahaan diukur dengan menggunakan *Dividend Per Share (DPS)*.

#### Laba

Laba diukur dengan menggunakan *Earnings After Tax (EAT)* dibagi dengan jumlah saham yang beredar, atau disebut dengan *Earnings Per Share (EPS)* dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Earnings Per Share} = \text{Earnings after Tax} \div \text{Outstanding Shares} \quad (1)$$

#### Arus Kas Operasi

Arus kas operasi diukur dengan menggunakan *Cash Flow from Operations (CFO)* yang diperoleh dari laporan arus kas, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Cash Flow from Operating Activities} = \text{Net income} + \text{Noncash Expenses} + \text{Changes in Working Capital} \quad (2)$$

#### Arus Kas Bebas

Arus kas bebas diukur dengan mengurangi arus kas operasi dengan belanja modal, dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditures} \quad (3)$$

Pengujian hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini yaitu dirumuskan model regresi sebagai berikut:

$$D_{\text{total}} = \beta_0 + \beta_1 E_{\text{total}} + \beta_2 CFO_{\text{total}} + \beta_3 FCF_{\text{total}} + \mu_{it} \quad (4)$$

Dimana:

- $E_{\text{total}}$  adalah *Earnings Per Share (EPS)* selama 10 tahun.

- b.  $CFO_{total}$  adalah *Cash Flow from Operations* (CFO) selama 10 tahun.
- c.  $FCF_{total}$  adalah *Free Cash Flow* (FCF) selama 10 tahun.
- d.  $\mu_{it}$  adalah istilah gangguan.

### Populasi dan Sampel

Populasi merupakan seluruh bagian atau objek yang diteliti. Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 572 perusahaan yang berasal dari 12 sektor. Seluruh perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008 hingga 2017 di Bursa Efek Indonesia untuk menentukan dampak dari laba terhadap kebijakan dividen. Perusahaan non-keuangan dipilih karena perusahaan keuangan memiliki kebijakan akuntansi yang berbeda dari perusahaan non-keuangan dalam pelaporan laba-rugi dan arus kas.

Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria yang ditetapkan untuk sampel penelitian. Pemilihan sampel memiliki kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2017.
2. Perusahaan yang menyajikan data laporan keuangan dan laporan tahunan secara lengkap terkait dengan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian.
3. Perusahaan yang telah membagikan dividen selama tahun 2008-2017
4. Perusahaan yang menggunakan satuan mata uang Rupiah.

Berdasarkan kriteria yang telah ditentukan, maka sampel yang akan diteliti adalah 41 dari total 572 perusahaan. Penggunaan kriteria non-keuangan dikarenakan perusahaan keuangan memiliki perbedaan kebijakan akuntansi dan pembatasan pelaporan arus kas serta laba, sehingga tidak dapat memenuhi kriteria untuk dijadikan sampel.

### Metode Analisis

Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan metode *multiple regression* atau regresi berganda untuk pengolahan data. Sedangkan metode analisis data menggunakan statistik deskriptif dan uji asumsi klasik. Uji asumsi klasik dalam penelitian ini terdiri dari: uji normalitas, uji heteroskedastisitas, uji multikolinieritas, dan uji autokorelasi. Kemudian melihat nilai dari koefisien determinasi ( $R^2$ ) dan uji signifikansi parameter individual (uji t) untuk mendapatkan hasil hipotesis.

### HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Objek penelitian ini adalah perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2017.

Metode pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Metode ini adalah metode pemilihan sampel yang berdasarkan pada kriteria yang sudah ditentukan sebelumnya. Pemilihan sampel dipilih dengan kriteria perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2017 yang memiliki data-data lengkap yang berhubungan dengan variabel-variabel penelitian dan menggunakan satuan mata uang rupiah.

**Tabel 1**  
**Proses Pemilihan Sampel**

Kriteria Sampel Penelitian	Jumlah
Perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI tahun 2008-2017	371
Laporan keuangan tidak lengkap	(315)
Perusahaan yang menggunakan mata uang selain rupiah	(8)
Sampel Penelitian	48
Data outlier	(7)
Data Pengamatan 10 x 41	410

Sumber: Data penelitian, 2018

Dari 371 perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2008-2017, dilakukan seleksi terhadap sampel berdasarkan kriteria sampel yang telah ditentukan sebelumnya. Perusahaan yang tidak membayar dividen secara teratur dari tahun 2008 hingga 2017 dikeluarkan dari sampel. Selanjutnya, perusahaan yang menggunakan mata uang selain rupiah dalam laporan keuangannya dikeluarkan dari sampel. Berdasarkan prosedur pemilihan sampel tersebut, diperoleh 41 sampel perusahaan per tahun yang bisa digunakan dalam penelitian, sehingga total pengamatan yang diperoleh dalam penelitian ini adalah 410 data perusahaan.

### Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif untuk variabel-variabel yang ada dalam penelitian ini ditunjukkan dengan tabel berikut:

**Tabel 2**  
**Analisis Statistik Deskriptif**

	N	Nilai Minimum	Nilai Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
EPS	410	4,20	4403,00	378,51	642,92
CFO	410	-3226995448375,00	12219782000000,00	1201775642338,05	2111233560213,36
FCF	410	-3458317000000,00	9680833000000,00	545624664147,23	1453212981010,44
DPS	410	2,00	2600,00	157,31	321,24

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2018

Variabel laba perusahaan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan EPS (*Earnings Per Share*). Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel laba (EPS) memiliki nilai minimum 4,2 yang ada pada perusahaan Radiant Utama Interinsco Tbk. (RUIS) tahun 2011 dan nilai maksimum 4403 yang ada pada perusahaan Surya Toto Indonesia Tbk. (TOTO) tahun 2011. Nilai rata-rata sebesar 378,511 dan deviasi standar sebesar 642,9197. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata laba per saham yang dihasilkan oleh perusahaan non-keuangan di Indonesia adalah sebesar Rp. 378,511

Variabel arus kas operasi perusahaan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan CFO (*Cash Flow from Operations*). Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel arus kas operasi (CFO) memiliki nilai minimum -3226995448375 yang ada pada perusahaan Adhi Karya (Persero) Tbk. (ADHI) tahun 2017 dan nilai maksimum 12219782000000,0 yang ada pada perusahaan United Tractors Tbk. (UNTR) tahun 2013. Nilai rata-rata sebesar 1201775642338,050 dan deviasi standar sebesar 2111233560213,3696. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata arus kas operasi yang dihasilkan pada perusahaan non-keuangan di Indonesia adalah sebesar Rp. 1.201.775.642.338,050

Variabel arus kas bebas perusahaan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan FCF (*Free Cash Flow*). Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel arus kas bebas (FCF) memiliki nilai

minimum -3458317000000,0 yang ada pada perusahaan Gudang Garam Tbk. (GGRM) tahun 2014 dan nilai maksimum 9680833000000,0 yang ada pada perusahaan United Tractors Tbk. (UNTR) tahun 2015. Nilai rata-rata sebesar 1453212981010,4429 dan deviasi standar sebesar 1453212981010,4429. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata arus kas bebas yang dihasilkan pada perusahaan non-keuangan di Indonesia adalah sebesar Rp. 1.453.212.981.010,4429.

Variabel dividen perusahaan dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan DPS (*Dividends Per Share*). Tabel 2 menunjukkan bahwa variabel dividen (DPS) memiliki nilai minimum 2,0 yang ada pada perusahaan Tunas Baru Lampung Tbk. (TBLA) tahun 2009 dan nilai maksimum 2600,0 yang ada pada perusahaan Gudang Garam Tbk. (GGRM) tahun 2015. Nilai rata-rata sebesar 157,313 dan deviasi standar sebesar 321,2435. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa rata-rata dividen per saham yang dihasilkan pada perusahaan non-keuangan di Indonesia adalah sebesar Rp. 157,313.

### Uji Normalitas

**Tabel 3**  
**Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov**

	Unstandardized Residual
N	253
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	
Mean	,00
Std. Deviation	,48
Kolmogorov-Smirnov Z	1,21
Asymp. Sig. (2-tailed)	,10

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Data sekunder yang diolah SPSS, 2018

Berdasarkan hasil uji Kolmogorov-Smirnov pada tabel 3, dapat diketahui bahwa nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 1,21 dan tidak signifikan pada 0,05. Jadi dapat dikatakan bahwa H<sub>0</sub> tidak dapat ditolak atau dengan kata lain, residual berdistribusi normal.

Variabel DPS, EPS, CFO, dan FCF telah ditransformasi demi memenuhi asumsi normalitas. Sebelum dilakukan transformasi data, grafik P-Plot tidak mengikuti dan mendekati garis normal dan hasil uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan bahwa residual berdistribusi tidak normal, sehingga data tidak memenuhi asumsi normalitas. Transformasi data yang dilakukan terhadap variabel DPS, EPS, CFO dan FCF adalah LN.



**Uji Multikolonieritas**

**Tabel 0**  
**Hasil Uji Multikolonieritas**

Coefficients <sup>a</sup>			Kesimpulan
Model	Tolerance	VIF	
LNEPS@	,91	1,09	Tidak ada multikolonieritas
LNCFO@	,29	3,34	Tidak ada multikolonieritas
LNFCF@	,30	3,26	Tidak ada multikolonieritas

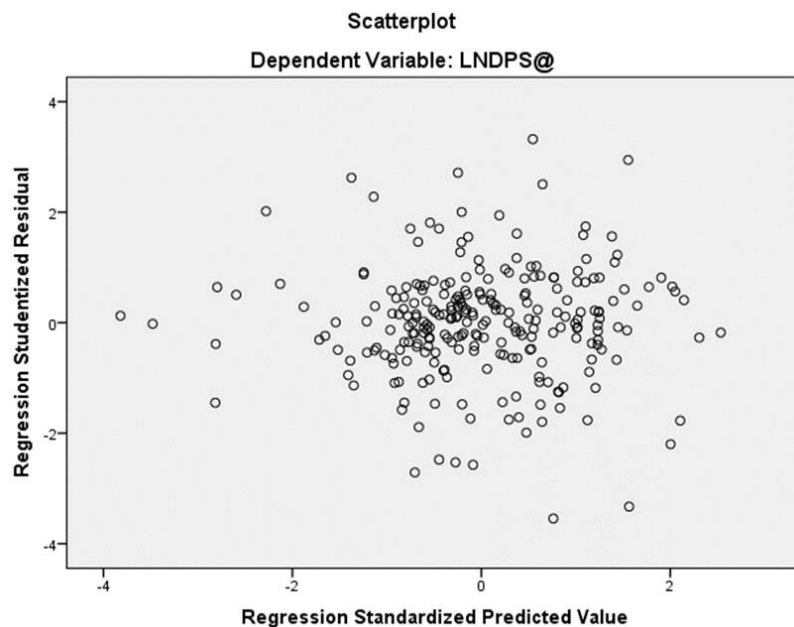
a. Variabel Dependen: LNDPS@

Sumber: Data sekunder yang diolah SPSS, 2018

Hasil uji multikolonieritas menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai Tolerance kurang dari 0,1 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai Variance Inflation Factor (VIF) menunjukkan bahwa tidak ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan model regresi tersebut tidak memiliki masalah multikolonieritas.

**Uji Heteroskedastisitas**

**Gambar 2**  
**Hasil Uji Heteroskedastisitas**



Berdasarkan hasil pengujian dengan Scatterplot dapat terlihat pada gambar 4.2 bahwa titik-titik menyebar dan juga tersebar baik di atas maupun di bawah angka 0 pada sumbu Y. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi, sehingga

model regresi ini layak untuk memprediksi kebijakan dividen (DPS) berdasarkan masukan variabel EPS, CFO, dan FCF.

Variabel DPS, EPS, CFO, dan FCF telah ditransformasi demi memenuhi asumsi heteroskedastisitas. Sebelum dilakukan transformasi data, data tidak menyebar secara acak disekitar titik 0 pada sumbu Y sehingga tidak memenuhi asumsi klasik homoskedastisitas. Transformasi data yang dilakukan terhadap variabel DPS, EPS, CFO dan FCF adalah LN.

### Uji Autokorelasi

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Autokorelasi**

Model	R	Adjusted R Square	Durbin-Watson
1	,85 <sup>a</sup>	,73	1,84

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2018

Nilai Durbin-Watson pada tabel 5 sebesar 1,845 yang berada di atas nilai tabel dua (upper) = 1,80887. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak ada masalah autokorelasi terhadap data yang diuji.

Variabel DPS, EPS, CFO, dan FCF telah ditransformasi demi memenuhi asumsi klasik tidak ada autokorelasi. Sebelum dilakukan transformasi data, data memiliki nilai d sebesar 1,085, kurang dari nilai dl sebesar 1,77662 sehingga dinyatakan tidak ada autokorelasi positif dan mengambil keputusan tolak H0, sehingga tidak memenuhi asumsi klasik tidak ada autokorelasi. Transformasi data yang dilakukan terhadap variabel DPS, EPS, CFO dan FCF adalah LN dan LAG.

### Uji Hipotesis

**Tabel 6**  
**Hasil Uji Statistik t**

No.	Hipotesis	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		t	Sig.	Kesimpulan
			B	Std. Error	Beta				
		(Constant)	-2,71	,42			-6,42	,00	
1.	Pengaruh laba terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.	LNEPS@	,84	,03	,77		22,59	,00***	Diterima
2.	Pengaruh arus kas operasi dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.	LNCFO@	,17	,05	,20		3,40	,00***	Diterima
3.	Pengaruh arus kas operasi dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia.	LNFCF@	,00	,04	,00		,07	,94	Ditolak

a. Dependent Variable: LNDPS@

Keterangan: \*\*\*signifikan 1%, \*\*signifikan 5%, \*signifikan 10%

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2018

### **Pengaruh Laba terhadap Kebijakan Dividen**

Dalam hasil regresi, diketahui bahwa laba berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini didukung dengan adanya hasil uji statistik t menunjukkan tingkat signifikansi  $< 0,01$ . Selain itu, arah yang dihasilkan mengarah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar laba suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi dan berdampak pada peningkatan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham oleh perusahaan. *Earning Per Share* (EPS) merupakan indikator yang biasa digunakan oleh pemegang saham ataupun calon investor dalam menentukan prediksi mengenai dividen tunai yang akan dibagikan di masa yang akan datang, EPS juga biasa digunakan untuk menilai performa manajemen dan kebijakan pembayaran dividen suatu perusahaan.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adaoglu (2000) dalam penelitiannya yang berjudul "*Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market.*" menemukan bahwa perusahaan yang terdaftar pada Istanbul Stock Exchange (ISE) mengikuti kebijakan pembayaran dividen yang tidak stabil, dan faktor utama yang menentukan jumlah pembayaran dividen adalah laba perusahaan pada tahun itu. Hal yang sama juga dikemukakan oleh Al-Yahyaee, *et al.* (2011) yang menggunakan variabel DPS dan EPS, dalam penelitiannya yang berjudul "*Dividend smoothing when firms distribute most of their earnings as dividends.*"

Dalam penelitian Kighir, *et al.* (2015) juga menyimpulkan bahwa laba mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Di Indonesia, penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Irawan dan Nurdhiana (2012) yang berjudul "Pengaruh Laba Bersih dan Arus Kas Operasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2010" juga menyimpulkan hal yang serupa.

### **Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil regresi, diketahui bahwa arus kas operasi berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini didukung dengan adanya hasil uji statistik t menunjukkan tingkat signifikansi  $< 0,01$ . Selain itu, arah yang dihasilkan mengarah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar arus kas operasi suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi dan berdampak pada peningkatan dividen perusahaan.

Arus kas operasi juga dapat mengindikasikan apakah perusahaan beroperasi secara baik ataupun tidak. Perusahaan dianggap beroperasi dengan baik apabila arus kas operasinya tinggi, sedangkan apabila arus kas operasi rendah atau bahkan negatif, maka perusahaan dapat dikatakan beroperasi dengan kurang efektif.

Hasil penelitian ini konsisten dengan Andres, *et al.* (2009) dan Kighir, *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa arus kas operasi mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Penelitian terdahulu oleh Rasyid (2001) dengan judul "Hubungan Laba dan Arus Kas Operasi terhadap Dividen" dengan sampel perusahaan sejumlah 30 sampel juga menemukan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 1992 sampai 1995.

Menurut Guttman (2001), manajer mengklaim bahwa perusahaan mengurangi dividen jika tidak punya pilihan lain, dan meningkatkan dividen jika yakin bahwa arus kas masa depan bisa mempertahankan tingkat dividen yang baru. Hal yang sama juga diungkapkan oleh Lintner (1956) di mana manajer baru akan meningkatkan dividen jika terjadi peningkatan pendapatan dan peningkatan pendapatan tersebut terjadi secara berkelanjutan. Dengan demikian, pembayaran dividen sebaiknya menggunakan arus kas operasi dan perusahaan sebaiknya tetap mempertahankan arus kas operasi agar jangan sampai negatif sehingga dapat membagikan dividen selama jangka waktu yang panjang.

### **Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan hasil regresi, diketahui bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Artinya, hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat

pengaruh positif arus kas bebas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan di Indonesia tidak terbukti.

Hasil penelitian ini inkonsisten dengan penelitian Al-Najjar dan Belghitar (2012) dan Kighir, *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa perusahaan menggunakan arus kas bebas dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen.

Berdasarkan teori agensi Jensen (1986) manajer mencoba menghindari konflik keagenan dengan pemegang saham dengan cara membayarkan dividen dari arus kas bebas. Pembayaran dividen yang masih menyisakan arus kas bebas dapat menimbulkan konflik keagenan, dikarenakan arus kas bebas didiamkan begitu saja tanpa ada keputusan untuk digunakan dalam investasi di masa yang akan datang.

Namun Arilaha (2009) mendukung penemuan ini, dalam penelitiannya yang berjudul "Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen" menemukan bahwa arus kas bebas perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Apabila perusahaan menginginkan untuk membagikan dividen, namun kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan dari sumber lainnya seperti kas milik perusahaan ataupun berhutang.

Berdasarkan penemuan ini, dapat disimpulkan bahwa perusahaan lebih memilih untuk mendiamkan arus kas bebasnya untuk menginvestasikan kembali ke perusahaan daripada digunakan untuk membayar dividen, hal ini tentunya menimbulkan konflik keagenan, dikarenakan arus kas bebas didiamkan begitu saja tanpa ada keputusan untuk digunakan dalam investasi di masa yang akan datang.

Rendahnya arus kas bebas juga dapat mengindikasikan bahwa perusahaan sedang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi, karena perusahaan menggunakan uang dari arus kas operasi untuk dibelanjakan pada proyek-proyek baru. Indikasi lainnya adalah perusahaan memang memiliki arus kas operasi yang rendah, sehingga arus kas bebasnya juga ikut rendah, menandakan bahwa kegiatan operasional perusahaan berjalan kurang efektif. Sedangkan tingginya arus kas bebas dapat mengindikasikan perusahaan memiliki pertumbuhan yang rendah, namun beroperasi secara efektif, sehingga terdapat kelebihan uang yang tidak digunakan untuk proyek di masa depan.

## KESIMPULAN

Berdasarkan hipotesis pertama, diketahui bahwa laba memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan arah positif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adaoglu (2000), Al-Yahyaee, *et al.* (2011) dan Kighir, *et al.* (2015). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa semakin besar laba suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi dan berdampak pada peningkatan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham oleh perusahaan.

Berdasarkan hipotesis kedua, dapat diketahui bahwa arus kas operasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan arah positif. Hasil penelitian ini konsisten dengan Andres, *et al.* (2009) dan Kighir, *et al.* (2015). Menurut Lintner (1956) manajer baru akan meningkatkan dividen jika terjadi peningkatan pendapatan dan peningkatan pendapatan tersebut terjadi secara berkelanjutan. Dengan demikian, pembayaran dividen sebaiknya menggunakan arus kas operasi dan perusahaan sebaiknya tetap mempertahankan arus kas operasi agar jangan sampai negatif sehingga dapat membagikan dividen selama jangka waktu yang panjang.

Berdasarkan hipotesis ketiga, ditemukan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan arah positif. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan teori agensi Jensen (1986). Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan non-keuangan di Indonesia masih menggunakan laba sebagai basis pengambilan keputusan pembayaran dividen, bukan arus kas bebas. Berdasarkan teori agensi Jensen (1986) manajer mencoba menghindari konflik dengan pemegang saham dengan cara membayarkan dividen dari arus kas bebas.

Pembayaran dividen yang masih menyisakan arus kas bebas dapat menimbulkan konflik keagenan, dikarenakan arus kas bebas didiamkan begitu saja tanpa ada keputusan untuk digunakan dalam investasi di masa yang akan datang.

### Keterbatasan

Berdasarkan hasil penelitian, terdapat beberapa keterbatasan yang diharapkan dapat diperbaiki oleh penelitian selanjutnya. Di antaranya adalah:

1. Data yang digunakan dalam penelitian ini mengandung data *outlier*, atau data yang memiliki karakteristik unik jika dibanding rata-rata data lainnya.
2. Adanya keterbatasan dalam jumlah sampel dalam penelitian ini.
3. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu menggunakan *Ordinary Least Squares* (OLS) dikarenakan keterbatasan pemahaman peneliti.

### Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, terdapat saran-saran yang dapat diberikan, di antaranya sebagai berikut:

1. Penelitian yang akan dilakukan selanjutnya diharapkan dapat menggunakan jumlah observasi yang lebih banyak dengan menambahkan jumlah perusahaan dan rentang tahun observasi.
2. Penggunaan metode analisis yang lebih memadai, seperti *Fixed Effects Models* (FEM), *Random Effects Models* (REM), *Generalized Method of Moments* (GMM) diharapkan dapat menganalisis data panel dengan lebih baik.

### REFERENSI

- Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, 252-270.
- Al-Najjar, B., & Belghitar, Y. (2012). The information content of cashflows in the context of dividend smoothing. *Economic Issues*, 17(2), 55-70.
- Al-Yahyaee, K., Pham, T., & Walter, T. S. (2011). Dividend smoothing when firms distribute most of their earnings as dividends. *Applied Financial Economics*, 1175-1183.
- Andres, C., Batzer, A., Goergen, M., & Renneboog, L. (2009). Dividend policy of German firms: a panel data analysis of partial adjustment models. *The Journal of Empirical Finance*, 16(2), 175-187.
- Appannan, S., & Sim, L. W. (2011). A study on leading determinants of dividend policy in Malaysia listed companies for food industry under consumer product sector. *Proceeding of 2nd International Conference on Business and Economic Research*, 2, 945-976.
- Arilaha, M. A. (2009). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 78-87.
- Guttman, I., Kadan, O., & Kandel, E. (2001). A theory of dividend smoothing 1.
- Healy, P. (1985). The impact of bonus schemes on the selection of accounting principles. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), 323-329.
- Irawan, D., & Nurdhiana. (2012). Pengaruh Laba Bersih dan Arus Kas Operasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2010. *Jurnal Kajian Akuntansi dan Bisnis*, 1(1).
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Kighir, A. E., Omar, N. H., & Mohamed, N. (2015). Corporate cash flow and dividends smoothing: a panel data analysis at Bursa Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 2-19.



- Lee, T. (1983). Funds statements and cash flow analysis. *Investment Analyst*, 13-21.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Mohamed, N., Hui, W. S., Omar, N. H., Rahman, R. A., Mastuki, N., Azis, M. A., & Zakaria, S. (2005). Empirical analysis of determinants of dividends payments: profitability and liquidity. Retrieved from [wbiconpro.com/14%5B1%5D.Hui.pdf](http://wbiconpro.com/14%5B1%5D.Hui.pdf)
- Normah, O., Rashidah, A. R., Wee, S. H., Nor'azam, M., Norhayati, M., Wan Azmimi, W. M., & Maz Ainy, A. A. (2006). Dividend Survey 2006. *MSWG UiTM*.
- Rasyid, R. (2001). Hubungan Laba Bersih dan Arus Kas Operasi Dengan Dividen. *Jurnal Akuntansi*.