

PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN DAN KARAKTERISTIK DEWAN KOMISARIS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Gresita Fikania Limbong, Darsono¹

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

ABSTRACT

This study was aimed to examine the effect of firm characteristics and board of commissioner characteristics on the dividend policy. The dependent variable of this study is dividend policy which is measured by dividend payout ratio (DPR). The firm characteristics proxied by profitability (ROA), leverage (DER), free cash flow, and the board of commissioner characteristics proxied by board size, board independence and board expertise. In addition, firm size and firm growth were used as control variables. The population of this study were the manufacturing company listed on the Indonesia Stock Exchange in the period of 2016-2018. Based on the purposive sampling method, the final sample obtained were 192 companies. Multiple linear regression was used to test the hypothesis in this study.

The results showed that profitability (ROA), free cash flow, board independence and board expertise have a positive and significant effect on dividend policy, whereas leverage (DER) and board size have no significant effect on dividend policy.

Keywords: dividend policy, dividend payout ratio, firm characteristics, board characteristics

PENDAHULUAN

Penetapan kebijakan pembagian dividen merupakan tahap yang krusial dalam kebijakan keuangan perusahaan dan berpengaruh signifikan terhadap berbagai pihak pemangku kepentingan, antara lain pemegang saham, kreditur, manajer, maupun pihak eksternal lainnya. Beberapa teori seperti teori keagenan dan teori pensinyalan beranggapan bahwa dividen berpengaruh pada nilai perusahaan, dan akibatnya pemegang saham semakin tertarik pada perusahaan yang membagikan dividen (Amar *et al.*, 2018). Tidak jarang masalah muncul dalam upaya perusahaan menetapkan kebijakan untuk membagikan pendapatannya kepada pemegang saham, termasuk berapa besar proporsi dari laba perusahaan tersebut akan dibagikan, apakah pembagian tersebut berupa dividen kas, diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan, serta bagaimana stabilitas pembagian dividen yang seharusnya.

Black (1976) mengemukakan bahwa gambaran dividen diibaratkan seperti kepingan *puzzle* yang saling tidak cocok satu dengan lainnya. Menurut Al-Malkawi (2008) pola kebijakan pembayaran perusahaan tidak sekadar bervariasi antar periode waktu, namun juga lintas negara terutama antara pasar modal maju dan berkembang.

Konsep dividen dan laba bersih terkait erat, karena pembagian dividen yang didasarkan pada laba pelaksanaan tahunan (Amar *et al.*, 2018). Teori pensinyalan menyatakan bahwa perusahaan membayar dividen sebagai metode pensinyalan bahwa perusahaan berhasil membukukan laba ataupun mensinyalkan profitabilitas perusahaan di masa depan (Yarram dan Dollery, 2015).

Ketika suatu perusahaan memilih untuk melakukan pendanaan berasal dari utang dalam menjalankan usahanya, maka perusahaan berkomitmen untuk melakukan pembayaran bunga beserta jumlah pokok, dan kegagalan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban tersebut dapat berujung pada likuidasi perusahaan (Al-Malkawi, 2008). Hal tersebut akan menimbulkan arus kas

¹ Corresponding author

keluar dari perusahaan dan mengurangi kas yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham.

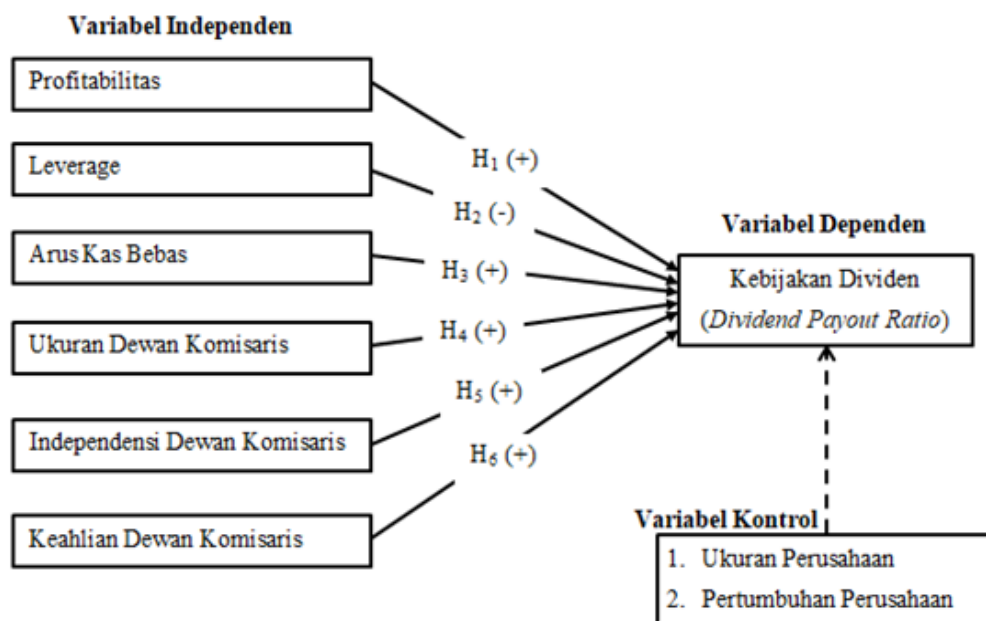
Menurut Jensen (1986) masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham meningkat seiring meningkatnya arus kas bebas. Hal tersebut disebabkan karena pada umumnya manajer lebih tertarik untuk menginvestasikan dana tersebut pada proyek dengan *net present value* negatif yang diharapkan dapat menghasilkan keuntungan, namun selanjutnya dapat menimbulkan kerugian bagi pemegang saham.

Peluang munculnya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen juga dapat terjadi dalam upaya menentukan kebijakan dividen. Manajemen akan berusaha mempertahankan pendapatan perusahaan untuk digunakan mendanai pertumbuhan perusahaan, sedangkan pemegang saham mengharapkan adanya pembagian dividen. Untuk mengatasi konflik tersebut maka dibutuhkan terciptanya tata kelola perusahaan yang baik. Kehadiran dewan komisaris dianggap sebagai mekanisme membatasi perilaku oportunistik manajer dan bertujuan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Bokpin, 2011). Dewan komisaris bertanggung jawab dalam melakukan pengawasan terhadap manajemen dan memastikan manajemen mengambil keputusan terbaik bagi berbagai pihak serta mematuhi hasil keputusan RUPS, termasuk mengenai kebijakan dividen.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh profitabilitas, *leverage* keuangan, arus kas bebas dan karakteristik dewan komisaris yang terdiri atas ukuran, independensi dan keahlian dewan komisaris didasari oleh teori agensi. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan teori agensi yang menggambarkan hubungan yang terbentuk akibat adanya kontrak antara prinsipal dan pihak lain (agen), untuk melakukan tindakan atas nama mereka, termasuk pelimpahan wewenang dalam mengambil suatu keputusan. Teori agensi mengasumsikan bahwa setiap pihak, baik prinsipal maupun agen, berupaya untuk mengoptimalkan utilitas personal, yang mengakibatkan terdapat kemungkinan agen tidak bersikap sesuai kepentingan prinsipal. Hal tersebut kemudian menjadi dasar terbentuk konflik keagenan.

Jensen (1986) mengungkapkan pembayaran kas kepada pemegang saham menciptakan konflik utama. Masalah kepentingan yang terjadi pada pemilik saham (prinsipal) dengan manajer (agen) terkait kebijakan pembayaran memuncak ketika organisasi menciptakan arus kas bebas yang substansial. Konflik tersebut diakibatkan keengganan manajer untuk melakukan pembayaran karena akan mengurangi sumber daya yang dikendalikan oleh manajer, serta berujung pada pengurangan kekuasaan manajer.



Pengaruh Profitabilitas Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Singla dan Samanta (2018) berpendapat bahwa laba merupakan salah satu indikator utama dalam menentukan kebijakan dividen. Sebagian besar penelitian terkait pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan dividen menemukan hasil dampak positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang *profitable* dianggap memiliki kemampuan yang lebih baik dalam membagikan dividen. Selain itu, adanya konflik keagenan dengan keadaan manajer sebagai agen mungkin tidak bertindak sesuai kehendak prinsipal, maka pemegang saham juga mengharapkan adanya pembagian dividen yang lebih besar pada perusahaan dengan profit lebih tinggi untuk mengurangi *agency cost*.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Leverage Keuangan terhadap Kebijakan Dividen

Konflik agensi dapat terjadi dalam perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* keuangan tinggi, disebabkan manajemen akan berupaya untuk mempertahankan arus kas internal dengan tidak membagi dividen ke pemegang saham untuk memenuhi kewajiban utang perusahaan dan untuk mengurangi biaya transaksi yang terkait dengan pembiayaan eksternal, sehingga cenderung memiliki rasio pembayaran yang rendah (Thakur dan Kannadhasan, 2018; Rozeff, 1982). Penelitian oleh Jabbouri (2016) menemukan bukti empiris bahwa *leverage* keuangan pada perusahaan akan menurunkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen

Jensen (1986) berpendapat bahwa konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham meningkat saat terjadi peningkatan arus kas bebas dalam perusahaan. Dalam proses mencapai tujuan perusahaan, manajemen sering menghabiskan kelebihan kas pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan, sehingga mengurangi kekayaan pemegang saham. Penelitian oleh Rosdini (2017) menemukan bukti empiris bahwa arus kas bebas mempengaruhi secara positif dan signifikan kebijakan dividen. Hasil tersebut menyatakan bahwa untuk menghindari terjadinya investasi pada proyek kurang menguntungkan, maka manajer akan membagikan dividen yang lebih tinggi.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Dividen

Model *outcome* menyiratkan peningkatan dalam jumlah dewan komisaris akan meningkatkan efektivitas pada fungsi pengawasan dan pengendalian tingkah laku oportunistik manajemen, yang berusaha mengeksploitasi arus kas bebas untuk kepentingan diri sendiri. Penelitian Elmaghri *et al.* (2017) menemukan bukti empiris bahwa ukuran dewan komisaris yang lebih besar dikaitkan dengan ketersediaan pengalaman dan keahlian yang berdampak pada peningkatan praktik tata kelola, dengan meningkatkan pengawasan manajerial dan mendorong manajer untuk mengikuti kebijakan memaksimalkan kekayaan, termasuk membagi dividen yang lebih besar kepada pemegang saham.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Independensi Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Dividen

Penelitian Yarram dan Dollery (2015) menemukan bukti empiris bahwa perusahaan dengan tingkat independensi dewan komisaris yang memadai akan meningkatkan *dividend payout ratio*. Dividen dan komisaris independen memainkan peran tata kelola yang saling melengkapi. Dividen memberikan peran pengawasan dan disiplin, serta komisaris independen bertindak sebagai pendorong untuk meningkatkan fungsi dewan komisaris yang efektif. Independensi dewan dapat memiliki pengaruh positif pada pembayaran dividen ketika anggota komisaris independen

mendorong perusahaan untuk membayar dividen ketika perusahaan dibebani dengan arus kas bebas tingkat tinggi.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: Independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Keahlian Dewan Komisaris terhadap Kebijakan Dividen

Kehadiran anggota komisaris dengan keahlian keuangan kemungkinan akan lebih kritis dalam menganalisis pelaporan keuangan perusahaan dan memberi nasihat kepada manajer dalam strategi keuangan. Selain itu, hadirnya komisaris dengan keahlian keuangan akan meyakinkan calon investor dan kreditur, yang akan memudahkan dalam menarik sumber daya keuangan (Sarwar *et al.*, 2018). Sementara komisaris dengan keahlian manajemen dianggap memiliki kemampuan yang andal dalam mengambil keputusan dan pemecahan masalah (Charitou *et al.*, 2016). Penelitian Sarwar *et al.* (2018) menemukan bukti empiris bahwa keahlian dewan komisaris memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen pada pasar modal Pakistan.

Berdasarkan pemaparan di atas, dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: Keahlian dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan 3 variabel yaitu variabel dependen, variabel independen, dan variabel kontrol. Bagian ini menjelaskan setiap variabel dan indikator yang digunakan.

Variabel Dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Secara ringkas, *dividend payout ratio* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Dividend payout ratio} = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}} \times 100\%$$

Variabel Independen

Profitabilitas Perusahaan

Profitabilitas perusahaan diukur menggunakan rasio *return on assets* (ROA), yang mencerminkan tingkat efektivitas dan efisiensi penggunaan aset perusahaan. Semakin tinggi laba bersih untuk sejumlah aset mengindikasikan imbal hasil yang lebih baik.

$$\text{ROA} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total aset}} \times 100\%$$

Leverage Keuangan

Leverage keuangan merupakan rasio yang menggambarkan seberapa tinggi tingkat ketergantungan perusahaan tersebut dengan pembiayaan yang berasal dari utang. Pengukuran *leverage* dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Leverage} = \frac{\text{total utang}}{\text{total ekuitas}} \times 100\%$$

Arus Kas Bebas

Arus kas bebas didefinisikan sebagai arus kas yang tersedia untuk didistribusikan kepada pemegang sekuritas perusahaan. Pengukuran arus kas bebas mengacu pada Rosdini (2017) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \frac{\text{Arus kas operasi} - \text{pengeluaran modal} - \text{perubahan modal kerja bersih}}{\text{total aset}}$$

Ukuran Dewan Komisaris

Perusahaan harus dilengkapi dengan jumlah dewan komisaris yang memadai agar usaha perusahaan dapat dilakukan tanpa tantangan yang berarti. Elmaghri *et al.* (2017) mendefinisikan ukuran dewan komisaris sebagai total anggota dewan komisaris internal maupun eksternal dalam suatu perusahaan.

Independensi Dewan Komisaris

Independensi dewan komisaris diukur dengan rasio jumlah dewan komisaris independen terhadap total dewan komisaris dalam suatu perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Independensi dewan komisaris} = \frac{\text{jumlah komisaris independen}}{\text{total dewan komisaris}} \times 100\%$$

Keahlian Dewan Komisaris

Keahlian dewan komisaris dalam penelitian ini didefinisikan sebagai dewan komisaris dengan latar belakang pendidikan akuntansi, keuangan, ekonomi dan administrasi bisnis, atau memiliki pengalaman dalam bidang ekonomi dan bisnis. Secara ringkas pengukuran dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Keahlian dewan komisaris} = \frac{\begin{array}{c} \text{jumlah komisaris yang} \\ \text{memiliki keahlian} \\ \text{keuangan dan atau non keuangan} \end{array}}{\text{total dewan komisaris}} \times 100\%$$

Variabel Kontrol

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu gambaran menjelaskan kekuatan finansial perusahaan. Penilaian ukuran perusahaan mengacu pada Jabbouri (2016) dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Ukuran perusahaan} = \ln(\text{total aset})$$

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan menggambarkan produktivitas bisnis perusahaan. Jabbouri (2016) mengukur pertumbuhan perusahaan melalui pertumbuhan tahunan aset perusahaan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Pertumbuhan perusahaan} = \frac{\text{Total aset}_t - \text{Total aset}_{t-1}}{\text{Total aset}_{t-1}} \times 100\%$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang bergerak di bidang manufaktur, mencakup sektor industri dasar dan kimia, sektor industri barang kimia, dan sektor aneka industri. Sampel penelitian ditetapkan menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan audit dalam kurun waktu 2016-2018
2. Perusahaan dengan laporan keuangan yang berakhir pada 31 Desember
3. Perusahaan dengan laporan keuangan yang dinyatakan dalam satuan rupiah
4. Perusahaan yang membagikan dividen kas pada tahun 2016-2018

Metode Analisis

Model analisis berganda yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 PRO_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 FCF_{it} + \beta_4 SBD_{it} + \beta_5 IND_{it} + \beta_6 EXP_{it} + \beta_7 SIZ_{it} + \beta_8 GRO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Keterangan:

DPR : Kebijakan dividen (*dividend payout ratio*)

PRO : Profitabilitas perusahaan

LEV : *Leverage* keuangan

SBD : Jumlah dewan komisaris

IND : Independensi dewan komisaris

EXP : Keahlian dewan komisaris

SIZ : Ukuran perusahaan

GRO : Pertumbuhan perusahaan

α : Konstanta

β : Koefisien regresi

ε : Kesalahan acak (*error*)

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Sampel penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018 dan memenuhi kriteria penelitian. Perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria penelitian sebanyak 203 perusahaan. Selanjutnya dilakukan pengeluanan pada data outlier sebanyak 46 perusahaan, sehingga sampel penelitian yang akan dianalisis berjumlah 157 perusahaan.

Tabel 1
Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1	Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI pada tahun 2016-2018	468
2	Perusahaan yang memiliki laporan tahunan perusahaan tidak berakhir pada 31 Desember.	(9)
3	Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dalam mata uang selain rupiah.	(81)
4	Perusahaan yang tidak membagikan dividen kas	(173)
5	Perusahaan yang tidak memiliki kelengkapan data berdasarkan variabel penelitian	(2)
7	Jumlah	203
8	Data outlier	(46)
9	Sampel penelitian	157

Sumber: Data sekunder yang diolah, 2020

STATISTIK DESKRIPTIF

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviation
DPR	157	,02	1,01	,4032	,23839
PRO	157	,01	,53	,0883	,07820
LEV	157	,08	3,38	,7260	,54931
FCF	157	-,37	,43	,0157	,11217
SBD	157	2,00	12,00	4,4968	1,94681
IND	157	,20	,80	,4050	,09483
EXP	157	,00	1,00	,5866	,23105
SIZ	157	25,80	33,47	28,8179	1,63621
GRO	157	-,17	,55	,0936	,10411

Sumber: Output SPSS yang diolah, 2020

Hasil analisis statistik deskriptif pada tabel 4.2 menunjukkan variabel dependen DPR memiliki nilai minimum 0,02 dan nilai maksimum 1,01. DPR memiliki nilai rata-rata 0,4032 menunjukkan rata-rata perusahaan sampel membagikan dividen sebesar 40,32% dari jumlah laba. Deviasi standar pada variabel DPR sebesar 0,23839.

Variabel independen profitabilitas yang diproksikan dengan ROA menunjukkan nilai minimum 0,01 dan nilai maksimum 0,53. Nilai rata-rata variabel profitabilitas sebesar 0,0883 dan deviasi standar sebesar 0,07820.

Variabel *leverage* yang diproksikan melalui DER menunjukkan nilai minimum 0,08 dan nilai maksimum 3,38. Nilai rata-rata variabel *leverage* sebesar 0,7260 dan deviasi standar sebesar 0,54931.

Variabel arus kas bebas menunjukkan nilai minimum -0,37 dan nilai maksimum 0,43. Nilai rata-rata arus kas bebas sebesar 0,0157 dan deviasi standar sebesar 0,11217.

Variabel ukuran dewan komisaris menunjukkan nilai minimum 2 dan nilai maksimum 12. Statistik deskriptif menunjukkan semua perusahaan sampel mentaati Ketetapan OJK Nomor 33/POJK.04/2014 yang mensyaratkan jumlah minimal dewan komisaris sebanyak 2 orang. Nilai rata-rata variabel ukuran dewan komisaris sebesar 4,4968 dan deviasi standar senilai 1,94681.

Variabel independensi dewan komisaris menunjukkan nilai minimum 0,20 dan nilai maksimum 0,80. Statistik deskriptif menunjukkan masih ada perusahaan yang masih belum mentaati Ketetapan OJK Nomor 33/POJK.04/2014 yang mensyaratkan proporsi minimal dewan komisaris independen sebesar 30%. Nilai rata-rata variabel independensi dewan komisaris sebesar 0,4050 dan deviasi standar senilai 0,09483.

Variabel keahlian dewan komisaris menunjukkan nilai minimum 0,00 dan nilai maksimum 1,00, yang memiliki arti tidak semua perusahaan memiliki dewan komisaris dengan keahlian ekonomi dan bisnis. Nilai rata-rata keahlian dewan komisaris senilai 0,5866 dan deviasi standar senilai 0,23105.

Variabel kontrol ukuran perusahaan menunjukkan nilai minimum 25,80 dan nilai maksimum 33,47. Nilai rata-rata ukuran perusahaan sebesar 28,8179 dan deviasi standar sebesar 1,63621. Variabel pertumbuhan perusahaan menunjukkan nilai minimum -0,17 dan nilai maksimum 0,55. Nilai rata-rata pertumbuhan perusahaan senilai 0,0936 dan deviasi standar sebesar 0,10411.

Hasil Uji Hipotesis

Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Ringkasan hasil uji hipotesis ditampilkan pada Tabel 3.

Tabel 3
Ringkasan Hasil Uji Hipotesis

Hipotesis	β -value	ρ -value	Hasil
H1: Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	1,086	0,000	Hipotesis 1 diterima
H2: <i>Leverage</i> keuangan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	-0,047	0,107	Hipotesis 2 ditolak
H3: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	0,377	0,031	Hipotesis 3 diterima
H4: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	-0,009	0,386	Hipotesis 4 ditolak
H5: Independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	0,344	0,042	Hipotesis 5 diterima
H6: Keahlian dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen	0,130	0,046	Hipotesis 6 diterima

Signifikansi pada tingkat 0,05 (5%)

Sumber: Output SPSS yang diolah, 2020

Interpretasi Hasil

Hipotesis Satu

Hipotesis satu menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan diterima. Hasil pengujian menunjukkan nilai koefisien sebesar 1,086 dan memiliki nilai probabilitas sebesar 0,000.

Hasil penelitian sejalan dengan Patra *et al.* (2012), Labhane dan Mahakud (2016). Hasil tersebut menggambarkan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen dengan jumlah besar. Hasil ini juga mendukung teori pensinyalan, yaitu perusahaan yang berhasil mendapatkan tingkat profitabilitas tinggi akan berusaha mendistribusikan dividen dalam jumlah besar untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam menciptakan laba dan prospek profitabilitas perusahaan yang baik di masa depan (Thakur dan Kannadhasan, 2018).

Hipotesis Dua

Hipotesis dua menyatakan bahwa *leverage* keuangan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen disimpulkan ditolak. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,047 dan memiliki nilai probabilitas 0,107.

Hasil penelitian sejalan dengan Thakur dan Kannadhasan (2018), namun kontradiktif dengan Patra *et al.* (2012), Labhane dan Mahakud (2016) serta Jabbouri (2016) yang menunjukkan *leverage* mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif dan signifikan, ataupun Yarram dan Dollery (2015) yang menunjukkan *leverage* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian dapat dijelaskan dengan alasan meskipun perusahaan memiliki tingkat *leverage* yang tinggi dan dibebankan dengan pokok pinjaman beserta bunganya, namun perusahaan juga perlu mempertimbangkan kepentingan pemegang saham dengan membagi dividen.

Hipotesis Tiga

Hipotesis tiga menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,377 dan memiliki nilai probabilitas 0,031.

Hasil penelitian sejalan dengan Rosdini (2017). Bentrokan kepentingan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen memuncak saat terdapat kelebihan kas di tangan manajemen. Perusahaan dengan tingkat arus kas bebas tinggi diharapkan membagi dividen dalam jumlah besar untuk meminimalkan terjadinya peluang konflik keagenan yang mungkin terjadi.

Hipotesis Empat

Hipotesis empat menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan ditolak. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien sebesar -0,009 dan memiliki nilai probabilitas 0,386.

Hasil penelitian sejalan dengan Yarram dan Dollery (2015). Hasil ini menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris yang besar tidak berdampak pada kebijakan dividen, karena kemungkinan terjadi ketidakefisienan dalam dewan komisaris berjumlah besar. Sementara itu, Triwulan dan Wahidahwati (2012) mengemukakan bahwa dewan komisaris turut mengambil peran hanya sebagai pengawas dan penasihat bagi dewan direksi, namun tidak terlibat saat mengambil kebijakan operasional, sehingga ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap keputusan kebijakan dividen.

Hipotesis Lima

Hipotesis lima menyatakan bahwa independensi dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,344 dan memiliki nilai probabilitas 0,042.

Hasil penelitian sejalan dengan Yarram dan Dollery (2015). Kehadiran komisaris independen akan mendorong manajer untuk membagikan dividen yang lebih tinggi dan mengumpulkan dana yang dibutuhkan dari pasar modal, yang mengakibatkan munculnya pengawasan tidak langsung oleh pasar (Yarram dan Dollery, 2015).

Hipotesis Enam

Hipotesis enam menyatakan bahwa keahlian dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan diterima. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien sebesar 0,130 dan memiliki nilai probabilitas 0,046.

Hasil penelitian sejalan dengan Sarwar (2018) yang meneliti pasar modal Pakistan. Kehadiran dewan komisaris dengan keahlian keuangan (ekonomi) memberi peluang bagi para pemegang saham untuk memaksa manajer membagikan dividen daripada menggunakan dana untuk keuntungan pribadi. Selain itu, dewan komisaris dengan keahlian ekonomi dan bisnis dianggap lebih berkompentensi untuk menangani masalah yang berkaitan dengan tata kelola perusahaan, termasuk menganalisis pelaporan keuangan perusahaan (Sarwar, 2018).

KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Kesimpulan

Berdasarkan pengujian terhadap 157 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel dalam penelitian ini, diperoleh hasil analisis sebagai berikut:

1. Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen
2. *Leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen
3. Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen
4. Ukuran dewan komisaris tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen
5. Independensi dewan komisaris memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen
6. Keahlian dewan komisaris memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu penelitian hanya menggunakan sampel manufaktur yang tercatat di BEI periode 2016-2018, dan juga terdapat pengurangan dikarenakan adanya kriteria yang tidak dipenuhi oleh perusahaan sehingga sampel menjadi terbatas. Penelitian juga hanya meneliti karakteristik dewan komisaris sebagai proksi tata kelola perusahaan.

Berdasarkan keterbatasan pada penelitian ini maka terdapat beberapa saran yang diberikan. Pertama, menggunakan sektor perusahaan lain atau menambah ruang lingkup penelitian agar dapat lebih menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Selanjutnya disarankan menggunakan indikator pengukuran *Corporate Governance Index* (CGI) agar mencakup semua elemen dalam tata kelola perusahaan.

REFERENSI

- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. (2008). Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. *International Journal of Business*, 13(2), pp. 177-195
- Amar, Anis Ben, Olfa Ben Salah, and Anis Jarbou. (2018). Do discretionary accruals affect firms' corporate dividend policy? Evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(2), pp. 333-347
- Black, Fischer. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management* 1976, 2(2), pp. 8-12
- Bokpin, Godfred A. (2011). Ownership structure, corporate governance and dividend performance on the Ghana Stock Exchange. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), pp. 61-73
- Charitou, Andreas, Ifigenia Georgiou, and Andreas Soteriou. (2016). Corporate Governance, Board Composition, Director Expertise, and Value: The Case of Quality Excellence. *Multinational Finance Journal*, 20(3), pp. 181-236
- Elmaghri, Mohamed H., Collins G. Ntim, Richard M. Crossley, John K. Malagila, Samuel Fosu, and Tien V. Vu. (2017). Corporate governance and dividend pay-out policy in UK listed SMEs: The effects of corporate board characteristics". *International Journal of Accounting & Information Management*, 25(4), pp. 459-483
- Jabbouri, Imad. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, pp. 283-298
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976). Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360
- Jensen, Michael C. (1986). American Economic Association Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329
- Labhane, Nishant B., and Jitendra Mahakud (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), pp. 36-55
- Patra, Theophano, Sunil Poshakwale and Kean Ow-Yong. (2012). Determinants of corporate dividend policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), pp. 1079-1087
- Rosdini, Dini. (2009). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. Bandung: Working Paper in Accounting and Finance.
- Rozeff, Michael S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs As Determinants of Dividend Payout Ratios. *The Journal of Financial Research*, 5(3), pp. 249-259
- Sarwar, Bushra, Ming Xiao, Muhammad Husnain, and Rehana Naheed. (2018). Board financial expertise and dividend-paying behavior of firms: New insights from the emerging equity markets of China and Pakistan. *Management Decision*, 56(9), pp. 1839-1868
- Singla, Harish Kumar, and Pradeepta Kumar Samanta. (2018). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 24(1), pp. 19-38
- Thakur, Bhanu Pratap Singh, and M. Kannadhasan. (2018). Determinants of dividend payout of Indian manufacturing companies: A quantile regression approach. *Journal of Indian Business Research*, 10(4), pp. 364-376
- Triwulan, Heni dan Wahidahwati. (2012). Pengaruh Struktur Corporate Governance dan Keputusan Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 1(12), pp. 1-18
- Yarram, Subba Reddy, and Brian Dollery. (2015). Corporate governance and financial policies: Influence of board characteristics on the dividend policy of Australian firms. *Managerial Finance*, 41(3), pp. 267-285