



Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dengan *Firm Size* sebagai Variabel Kontrol

(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015)

Christy N. Silaban, Irene Rini Demi Pengestuti¹
christysilaban@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50275, Phone: +622476486851

ABSTRACT

This research aims to identify the main factors influencing dividend policy proxied by Dividend Payout Ratio (DPR) especially in manufacturing companies listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) during period 2011-2015.

The population of this research consists of 141 manufacturing companies listed on the IDX in years 2011-2015. This research used secondary data and used purposive sampling method in determining the sample. The total sample in this study are 58 companies. Multiple regression is used as the analysis technique in this research.

The study documents the positive significant effect of firm size, profitability, growth opportunities, free cash flow, and insider ownership on dividend policy. Leverage is negatively significant associated with dividend policy, moreover liquidity found has no significant effect on dividend policy.

Keywords: dividend policy, dividend payout ratio, profitability, leverage, liquidity, growth opportunities, free cash flow, insider ownership, and firm size

PENDAHULUAN

Dividen merupakan distribusi porsi laba kepada pemegang saham sebagai bentuk tujuan maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham (Ismail, 2016). Kebijakan pembayaran yang diterapkan perusahaan dalam menentukan jumlah dan pola distribusi dividen kepada pemegang saham disebut sebagai kebijakan dividen (Baker, 2011). Keputusan perusahaan untuk membagikan dividen atau tidak dirumuskan serta jumlah yang dibagikan ditetapkan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Dalam RUPS dikaji mengenai kebijakan dividen yang optimal, mengingat keputusan pembagian dividen tak dapat dilepas dari keputusan keuangan lainnya, yaitu keputusan investasi dan keputusan pendanaan karena terkait dengan alokasi laba ditahan di perusahaan. Pengkajian kebijakan dividen terkait dengan tujuan perusahaan, yaitu maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Maka dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen juga menjadi strategi perusahaan, karena apabila pemegang saham tidak mendapatkan imbal hasil atas investasinya, mereka akan menunjukkan ketidakpuasan melalui penjualan sahamnya yang berdampak pada penurunan nilai perusahaan di pasar (Besnik Livoreka *et al*, 2014).

Dalam perumusan alokasi laba, juga rentan muncul masalah preferensi yang berbeda antara pemegang saham dengan pihak manajemen. Pemegang saham menginginkan laba dibagikan sebagai dividen, sedangkan pihak manajemen menginginkan

¹ Christy N. Silaban, Irene Rini Demi Pengestuti

agar laba ditahan untuk mendanai kegiatan investasi perusahaan. Sementara menurut teori agensi yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) konflik kepentingan yang muncul terjadi karena pemegang saham menilai pihak manajemen lebih memilih untuk menggunakan laba perusahaan dalam membiayai kegiatan investasi yang berlebihan dan tidak menguntungkan demi memenuhi tujuan pribadinya yang mana dapat mengurangi kekayaan pemegang saham.

Salah satu cara untuk meminimalisir konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer ini adalah melalui pembagian dividen (Faccio *et al*, 2001 dalam Jabbouri, 2016). Karena melalui pembagian dividen jumlah kas yang tersedia pada pihak manajemen akan berkurang, biaya agensi yang muncul karena mekanisme pengawasan dari pemegang saham terhadap manajemen juga berkurang, dan kemungkinan penyalahgunaan *idle cash* oleh manajer akan terminimalisir karena dana yang tersedia disalurkan secara proporsional kepada pemegang saham (La Porta *et al*, 2000). Maka dari itu, perumusan kebijakan dividen yang optimal sangatlah krusial di suatu perusahaan karena menyangkut konflik prioritas mengenai penggunaan laba sebagai pembayaran kepada pemegang saham atau sebagai investasi perusahaan.

Perusahaan memiliki pertimbangan-pertimbangan tertentu dalam menentukan pembagian laba sebagai dividen. Beberapa pertimbangan ini akan dihubungkan dengan konsep teoritis mengenai keputusan pembayaran dividen. Dalam Horne dan Wachowicz (2013) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah aturan-aturan hukum, kebutuhan pendanaan perusahaan, likuiditas, kemampuan untuk meminjam, dan batasan-batasan dalam kontrak utang.

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, yaitu apa yang mempengaruhi keputusan perusahaan untuk membagikan laba sebagai dividen atau tidak membagikan dividen. Penelitian menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 sebagai objek penelitian. Berdasarkan penelitian-penelitian empiris terdahulu mengenai kebijakan dividen, ditemukan bahwa profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *growth opportunities*, *free cash flow*, *insider ownership*, dan *firm size* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian Jabbouri (2016) dengan penelitiannya yang berjudul “*Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets: Evidence from MENA Stock Markets*” yang meneliti pengaruh *firm size*, profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *past dividends*, *free cash flow*, *growth opportunities*, dan keadaan perekonomian terhadap kebijakan dividen pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di sepuluh perusahaan negara *Middle East North African* periode 2004-2013. Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Jabbouri (2016) dalam hal :

1. Faktor-faktor yang diteliti pengaruhnya terhadap kebijakan dividen adalah profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *growth opportunities*, *free cash flow*, dan *insider ownership*.
2. *Firm size* digunakan sebagai variabel kontrol untuk menghindari bias pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.
3. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan pada sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015.

Dalam tabel 1 berikut merupakan perbandingan besarnya rata-rata variabel independen dan variabel dependen yang diteliti pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2011-2015. Pada tabel berikut dapat dilihat bahwa terjadi fluktuasi pergerakan

variabel independen terhadap variabel dependen setiap tahunnya yang menunjukkan ketidakkonsistensian hubungan.

Tabel 1
Rata-rata Variabel pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015

No.	Variabel	Tahun				
		2011	2012	2013	2014	2015
1.	Kebijakan Dividen (DPR) (%)	31,18	23,27	25,4	24	26,47
2.	Profitabilitas (ROE) (%)	26,3	26,7	26	23,7	19,6
3.	<i>Leverage (Debt Ratio) (X)</i>	0,26	0,25	0,26	0,546	0,55
4.	Likuiditas (<i>Quick Ratio</i>) (X)	1,82	1,89	1,69	1,61	1,77
5.	<i>Growth Opportunities</i> (%)	17,77	12,21	14,42	16,31	16,8
6.	<i>Free Cash Flow</i> (%)	11,18	5,8	11,23	16,5	14,36
7.	<i>Insider Ownership</i> (%)	1,89	1,93	1,96	1,99	2,02
8.	<i>Firm Size</i> (miliar rupiah)	4.943.370	5.720.920	6.985.390	7.621.910	8.501.280

Sumber : Bloomberg, 2017

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio*

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Berdasarkan teori *Free Cash Flow*, pihak manajemen perusahaan melakukan peningkatan jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham sejalan dengan peningkatan profitabilitas perusahaan dan menghindari menahan laba dalam perusahaan (Jensen, 1986). Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki pendapatan yang lebih stabil sehingga dapat menahan kas lebih besar dan membagi dividen dalam jumlah lebih besar kepada pemegang sahamnya. Menurut Li dan Lie (2006) semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba, semakin besar dividen yang dibayarkan karena dividen berasal dari alokasi laba yang dihasilkan perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Bokpin (2010), Rehman dan Takumi (2012), Amaliya dkk (2013), serta Jabbouri (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *Dividend payout ratio*.

Hipotesis 1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Leverage merupakan pengukuran sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana internal, yaitu laba ditahan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Maka dari itu, perusahaan yang memiliki tingkat *leverage* yang tinggi memiliki ketergantungan yang tinggi terhadap laba ditahan perusahaan yang menyebabkan tidak dibagikannya laba sebagai dividen. Mendukung pernyataan di atas, teori Dividen Residual menguraikan bahwa dividen merupakan prioritas terakhir perusahaan, maka dividen hanya akan dibayarkan apabila terdapat laba yang tersisa setelah perusahaan memenuhi kewajibannya dan membiayai kegiatan investasinya (Holder dkk, 1998). Hal ini menandakan bahwa perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan mengurangi pembayaran dividen karena perusahaan bergantung pada laba ditahan perusahaan dan menghindari penggunaan tambahan sumber dana eksternal, yaitu hutang. Penelitian yang dilakukan oleh Atmaja (2009), Gupta dan Banga (2010), Gill (2010), Sakir dan Fadli (2014), dan Ismail (2016) menemukan pengaruh negatif signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis 2: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Pengaruh Likuiditas terhadap *Dividend Payout Ratio*

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya menggunakan seluruh aset lancar yang dimiliki sebelum jatuh tempo. Berdasarkan teori *Free Cash Flow*, pembayaran dividen tergantung pada arus kas yang mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Anupam, 2012). Ho (2003) menemukan bahwa keadaan likuiditas sebuah perusahaan mempengaruhi kebijakan dividennya dimana terdapat hubungan yang positif antara likuiditas dengan kebijakan dividennya sehingga perusahaan dengan ketersediaan kas yang lebih besar cenderung membagikan dividen dibandingkan perusahaan dengan jumlah kas yang sedikit. Penelitian yang dilakukan Belana dkk (2007), Hafeez Ahmed (2012), Norhayati (2013), dan Jabbouri (2016) menemukan pengaruh positif signifikan antara likuiditas dengan *Dividend Payout Ratio*.

Hipotesis 3: Likuiditas berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh *Growth Opportunities* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Growth opportunities (GO) menandakan peluang bisnis yang tersedia di pasar untuk dimasuki oleh perusahaan. Semakin besar peluang tersebut menandakan semakin besar arus kas operasi perusahaan dan mempengaruhi laba yang dapat diperoleh perusahaan. Kenaikan laba diikuti dengan peningkatan jumlah dividen yang dibagikan. Baker dkk (1985) menyatakan bahwa dividen harus tetap dibayarkan walaupun terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan. Berdasarkan teori *Free Cash Flow*, meningkatnya arus kas yang masuk mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sari (2010), Gupta dan Banga (2010), Foroghi dkk (2011), Putri (2013), dan Prasetyo dan Suryono (2016) menemukan pengaruh positif signifikan GO terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Hipotesis 4: *Growth Opportunities* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Free Cash Flow (FCF) merupakan arus kas bebas yang tersedia untuk didistribusikan kepada para pemegang saham setelah perusahaan melakukan investasi pada tambahan aktiva tetap (Husnan dan Pudjiastuti, 2004). Berdasarkan teori *Free Cash Flow* disebutkan bahwa apabila perusahaan memiliki kelebihan kas, akan lebih baik bagi manajer untuk mengembalikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai cara memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan mengurangi biaya agensi dengan memperkecil jumlah kas bebas yang dipegang oleh manajer (Jensen, 1986). Penelitian yang dilakukan Mohamed *et al* (2008), Fairchild (2010), Lucyanda dan Lilyana (2012), dan Djoko dan Bambang (2016) menemukan pengaruh positif signifikan *free cash flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Hipotesis 5: *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*

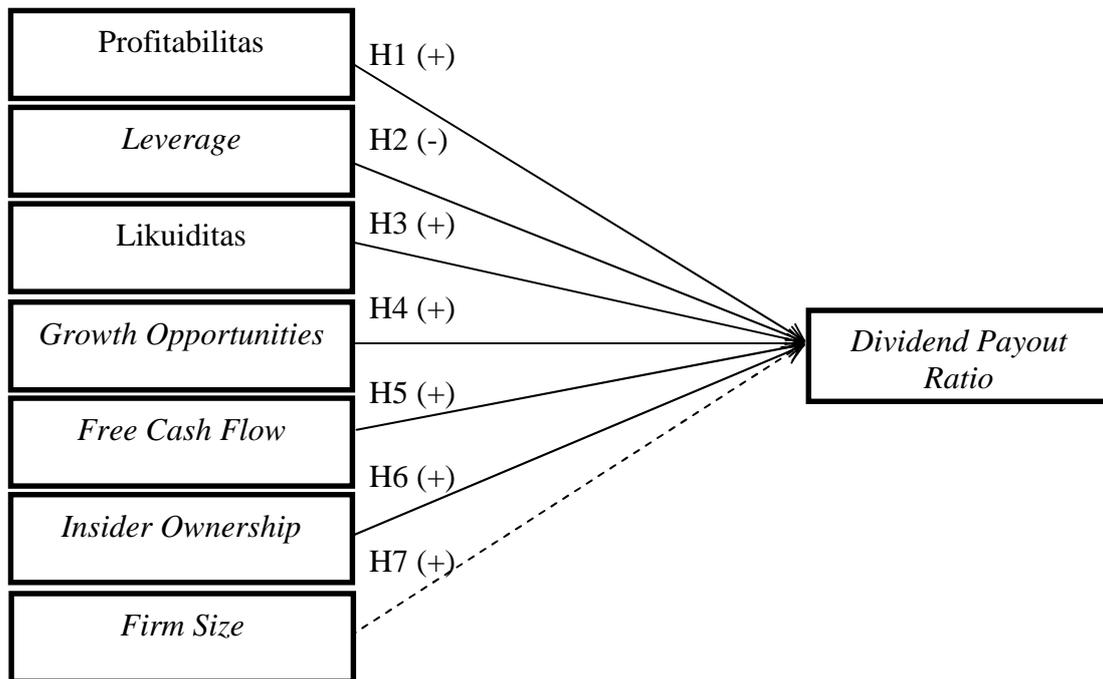
Insider Ownership merupakan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen di perusahaan. *Agency Costs Theory* merumuskan bahwa salah satu cara untuk meminimalkan biaya agensi yang terjadi karena konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer adalah melalui kepemilikan saham manajemen. Sehingga, manajer yang berperan sebagai pemegang saham juga memiliki kepentingan terhadap dividen yang dibagikan perusahaan. Hal ini berarti *insider ownership* memiliki pengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengaruh positif signifikan antara *insider ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio* ditemukan oleh Wahidahwati (2002), Taswan (2003), Nuringsih (2005), Kapoor (2006), Wati (2013), dan Putri dan Mohamed (2013).

Hipotesis 6: *Insider Ownership* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

***Firm Size* sebagai Variabel Kontrol**

Firm size merupakan besarnya ukuran perusahaan yang diukur melalui logaritma natural total aktiva perusahaan. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar memiliki arus kas operasi yang lebih stabil sehingga peluangnya membagikan dividen lebih besar. Berdasarkan teori *Free Cash Flow*, perusahaan yang berukuran lebih besar memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi sehingga dividen yang dibayarkan pun lebih tinggi juga. Penelitian yang dilakukan Jozwiak (2014), Artiningsih (2015), Jabbouri (2016), dan Ismail (2016) menemukan pengaruh positif signifikan *firm size* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Teoritis



Sumber: Imad Jabbouri (2016) ; Yusnilyana Yusof (2016) ; Evy Mulyani dkk (2016) ; Sakir dan Fadli (2014) ; dan Bogna Kazmierska (2014)

METODE PENELITIAN

Penelitian ini mengambil perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2011-2015 sebagai objek penelitian. Dalam penentuan sampel digunakan teknik *purposive sampling*. Berikut merupakan ringkasan pemilihan sampel penelitian berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan.

Tabel 2
Sampel Penelitian

Keterangan	Jumlah
Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI selama 2011-2015	141
Perusahaan manufaktur yang tidak terdaftar di BEI secara berturut-turut selama 2011-2015	(17)
Perusahaan dengan laporan keuangan selain dalam mata uang rupiah	(27)
Perusahaan dengan laporan keuangan yang tidak berakhir pada tanggal 31 Desember	(1)
Perusahaan yang tidak pernah membagikan dividen selama 2011-2015	(35)
Perusahaan yang tidak memiliki data lengkap untuk pengukuran	(3)
Perusahaan yang dapat dijadikan sebagai sampel penelitian	58
Jumlah data yang diobservasi selama 2011-2015	290
Data Outlier	(32)
Total data observasi selama 2011-2015	258

Sumber data : Data sekunder yang diolah, 2017

Tabel 3
Definisi Operasional Variabel

Jenis Variabel	Simbol	Pengukuran
Kebijakan Dividen	DPR (Y)	$\frac{\text{Total Dividends}}{\text{EBIT}}$
Profitabilitas	PROF (X1)	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}}$
Leverage	LEV (X2)	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$
Likuiditas	LIQ (X3)	$\frac{\text{Current Assets} - \text{Inventories}}{\text{Current Liabilities}}$
Growth Opportunities	GROWTH (X4)	$\frac{\text{Sales}_t - \text{Sales}_{t-1}}{\text{Sales}_{t-1}}$
Free Cash Flow	FCF (X5)	$\frac{\text{CFO} - \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Book Value of Assets}}$
Insider Ownership	IO (X6)	$\frac{\text{Jumlah saham manajemen}}{\text{Jumlah keseluruhan saham}}$
Firm Size	FS (Z)	Ln Total Assets

Sumber : Penelitian-penelitian terdahulu

Metode Analisis Data

Model Regresi Linear Berganda

Penelitian ini menggunakan 6 variabel independen, 1 variabel kontrol, dan 1 variabel dependen, dengan teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linear berganda dengan persamaan adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + (\beta_1 \cdot \text{PROF}) + (\beta_2 \cdot \text{LEV}) + (\beta_3 \cdot \text{LIQ}) + (\beta_4 \cdot \text{GROWTH}) + (\beta_5 \cdot \text{FCF}) + (\beta_6 \cdot \text{IO}) + (\beta_7 \cdot \text{FS}) + e$$

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 4
Hasil Uji R² Tanpa Variabel Kontrol

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.616 ^a	.380	.365	1.18181

Sumber: Data sekunder yang diolah 2017

Tabel 5
Hasil Uji R² Dengan Variabel Kontrol

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.660 ^a	.435	.419	1.12993

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Hasil uji koefisien determinasi pada tabel 5 menunjukkan nilai *Adjusted R²* sebesar 41,9%.

2. Uji Signifikan Simultan (Uji F)

Tabel 6
Uji F Tanpa Variabel Kontrol

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	245.811	7	35.116	27.504	.000 ^b
Residual	319.183	250	1.277		
Total	564.993	257			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), IO, PROF, LIQ, GROWTH, FCF, FS, LEV

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Tabel 7
Uji F Dengan Variabel Kontrol

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	214.431	6	35.738	25.588	.000 ^b
Residual	350.563	251	1.397		
Total	564.993	257			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), IO, PROF, LIQ, GROWTH, FCF, LEV

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

3. Uji Statistik t (Uji t)

Tabel 8
Hasil Regresi Berganda Tanpa Variabel Kontrol

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.111	.189		.586	.558
LIQ	-.233	.073	-.262	-3.195	.002
LEV	-.467	.100	-.467	-4.687	.000
GROWTH	-.031	.049	-.034	-.643	.521
PROF	.387	.116	.202	3.324	.001
FCF	4.159	1.445	.232	2.878	.004
IO	-.031	.070	-.023	-.449	.654

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Tabel 9
Hasil Regresi Berganda Dengan Variabel Kontrol

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.178	.181		.986	.325
FS	.518	.104	.430	4.958	.000
LIQ	.096	.096	.108	.999	.319
LEV	-.278	.103	-.278	-2.711	.007
GROWTH	.162	.061	.176	2.667	.008
PROF	.586	.118	.307	4.954	.000
FCF	4.365	1.383	.244	3.157	.002
IO	.173	.079	.125	2.205	.028

a. Dependent Variable: DPR

Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Hasil pengujian persamaan regresi dalam tabel 9 dapat dijelaskan sebagai berikut:
Kebijakan Dividen = 0,178+0,586 PROF – 0,278 LEV + 0,096 LIQ + 0,162 GROWTH + 4,365 FCF + 0,173 IO + 0,518 FS

Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hasil penelitian menunjukkan pengaruh positif signifikan antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hal ini mengimplikasikan bahwa peningkatan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan meningkatkan pembayaran dividen dalam jumlah yang lebih besar kepada pemegang saham (teori *Free Cash Flow*, Jensen 1986) Ketika perusahaan memiliki kinerja yang baik, perusahaan mampu memberikan imbal hasil yang lebih besar kepada pemegang saham dalam bentuk dividen yang lebih tinggi. Hal ini berarti apabila perusahaan ingin meningkatkan jumlah dividen yang dibagikan, maka perusahaan harus mampu meningkatkan efektivitasnya dalam menggunakan ekuitas pemilik untuk menghasilkan keuntungan. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Al-Makawi (2007), Ahmed dan Javid (2009), Gupta (2010), Al-Shabibi dan Ramesh (2011), dan Yusniliyana Yusof (2016).

Pengaruh *Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan, ditemukan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hubungan negatif ini memiliki tiga penjelasan utama. Pertama, kas yang dapat digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham digunakan untuk menyelesaikan kewajiban hutang (Afza dan Hammad, 2011). Sesuai dengan teori Dividen Residual bahwa hutang menyebabkan pihak manajemen untuk menjadikan pelunasan kewajiban dan pembiayaan kegiatan investasi sebagai prioritas utama sebelum membagikan dividen (Suharti, 2004). Kedua, tingkat hutang yang tinggi meningkatkan risiko perusahaan dan meningkatkan biaya pendanaan eksternal yang membuatnya semakin bergantung pada laba yang ditahan (*Pecking Order Theory*). Ketiga, hutang memiliki peran yang penting dalam mendisiplinkan manajemen dan mengurangi asimetris informasi dan masalah agensi. Hal ini berarti apabila perusahaan

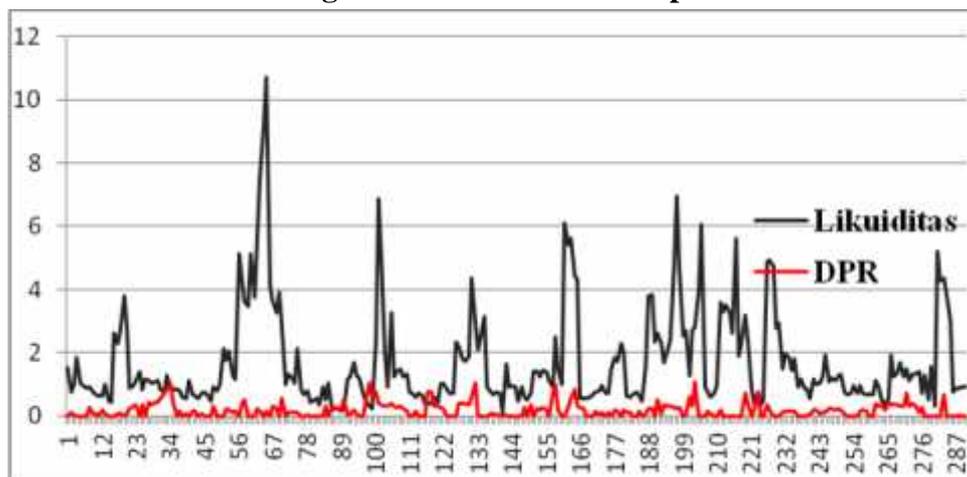
ingin meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan, maka perusahaan harus mengurangi dan membatasi penggunaan hutang sebagai sumber dana eksternal.

Hasil penelitian ini didukung oleh hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Al-Makawi (2007), Atmaja (2009), Al-Shubiri (2011), Kazmierska-Jozwiak (2015), dan Imad Jabbouri (2016) yang menemukan pengaruh negatif signifikan antara *leverage* dengan DPR.

Pengaruh Likuiditas terhadap Dividend Payout Ratio

Likuiditas ditemukan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil pengujian yang menunjukkan bahwa likuiditas tidak signifikan terhadap kebijakan dividen menandakan bahwa perusahaan tidak menjadikan besarnya tingkat likuiditas perusahaan pada suatu periode sebagai patokan untuk mengestimasi dividen yang akan dibagikan. Hal ini berarti apabila perusahaan menunjukkan kendala dalam likuiditas, pihak manajemen perusahaan akan membatasi pembayaran dividen karena perusahaan lebih berfokus dalam melunasi hutang dan membayar biaya operasional perusahaan terlebih dahulu dengan menggunakan kas yang tersedia. Berdasarkan data juga dapat dilihat bahwa besarnya angka likuiditas berubah-ubah tiap saat, sehingga kurang mempengaruhi DPR yang hanya dibagikan pada akhir tahun. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Ahmed dan Javid (2008), Al Najjar (2012), Anupam (2012), dan Wati (2013) yang menemukan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Sebagai pendukung dapat dilihat pada grafik berikut :

Gambar 2
Pengaruh Likuiditas terhadap DPR



Sumber : Data sekunder yang diolah, 2017

Pengaruh Growth Opportunities terhadap Dividend Payout Ratio

Peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) ditemukan memiliki pengaruh signifikan dengan arah hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Hubungan positif dan signifikan ini sesuai dengan teori *Free Cash Flow* yang menyatakan tingginya peluang pertumbuhan yang dimiliki perusahaan berimplikasi pada besarnya arus kas operasi yang masuk dan meningkatkan laba perusahaan, sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen. Hal ini dikarenakan pembagian dividen lebih bergantung pada posisi kas perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan agar perusahaan mampu meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan, maka perusahaan harus meningkatkan jumlah penjualan dengan memanfaatkan peluang bisnis di pasar agar

laba yang dihasilkan meningkat sehingga kemampuan perusahaan membagikan dividen pun lebih besar. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang sebelumnya dilakukan oleh Sari (2010), Foroghi dkk (2011), Putri (2013), Artianingsih (2015), Yusnilyana Yusuf (2016), dan Prasetio dan Suryono (2016).

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Free Cash Flow ditemukan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. FCF berpengaruh pada kebijakan dividen karena faktor utama yang menentukan jumlah dividen adalah jumlah dana yang tersedia, sehingga semakin besar jumlah dana di perusahaan, semakin banyak dana yang dapat dialokasikan sebagai dividen. Sesuai dengan teori *Free Cash Flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) bahwa apabila perusahaan memiliki kelebihan kas, lebih baik untuk membayarkan kas tersebut sebagai dividen dalam rangka mengurangi penyalahgunaan dana oleh manajer dan mengurangi biaya agensi yang muncul akibat arus kas bebas

Pada perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, jumlah *free cash flow* yang tersedia mampu mencerminkan mengenai kemampuan yang dimiliki perusahaan di masa depan (Uyara dan Tuasikal, 2003). Hal ini menandakan kegiatan operasional perusahaan berjalan dengan baik sehingga arus kas dari aktivitas operasinya pun lebih stabil dan meningkatkan kemampuannya membayar dividen dalam jumlah yang besar. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Anil dan Sujata (2008), Afta dan Mirzah (2010), Jurica Lucyanda dan Lilyan (2012), Al-Gharaibeh dkk (2013), dan Sakir dan Fadli (2014) bahwa FCF berpengaruh positif signifikan terhadap DPR.

Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Insider Ownership memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti meningkatnya kebijakan dividen diikuti dengan kenaikan dividen. Besarnya kepemilikan saham oleh manajemen membuat manajer menjadi berkepentingan terhadap dividen yang dibagikan. Hubungan positif signifikan ini menunjukkan bahwa meningkatnya kepemilikan saham oleh manajer di perusahaan juga mengindikasikan bahwa kekayaan manajer tidak terdiversifikasi secara optimal. Sehingga, pihak manajemen menginginkan dividen yang tinggi sebagai kompensasi atas *opportunity cost* yang telah ditanggung manajer.

Makna strategisnya adalah karena manajer mengharapkan dividen atas investasi yang dimilikinya di perusahaan, maka semakin besar jumlah kepemilikan saham oleh manajemen di perusahaan akan semakin besar jumlah dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian ini didukung penelitian sebelumnya oleh Taswan (2003), Nuringsih (2005), Putri dan Mohammad (2006), Kapoor (2006), dan Wati (2013).

***Firm Size* sebagai Variabel Kontrol**

Firm size diduga memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil regresi menunjukkan bahwa dugaan ini terbukti, artinya *firm size* terbukti berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen saat diprosikan oleh DPR (*Dividend Payout Ratio*). Penggunaan *firm size* sebagai variabel kontrol memberikan perbedaan hasil antara model regresi tanpa menggunakan variabel kontrol dengan model regresi dengan menggunakan variabel kontrol yang dapat dilihat pada tabel 10 berikut.

Tabel 10
Firm Size sebagai Variabel Kontrol

No.	Keterangan	Tanpa Variabel Kontrol	Dengan Variabel Kontrol
1.	<i>Adjusted R²</i>	36,5%	41,9%
2.	Profitabilitas	Positif signifikan	Positif signifikan
3.	<i>Leverage</i>	Negatif signifikan	Negatif signifikan
4.	Likuiditas	Negatif Signifikan	Positif tidak signifikan
5.	<i>Growth Opportunities</i>	Negatif tidak signifikan	Positif signifikan
6.	<i>Free Cash Flow</i>	Positif signifikan	Positif signifikan
7.	<i>Insider Ownership</i>	Negatif tidak signifikan	Positif signifikan

KESIMPULAN

Penelitian ini meneliti tentang pengaruh profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *growth opportunities*, *free cash flow*, dan *insider ownership* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2015 dengan *firm size* sebagai variabel kontrol. Hasil pengujian hipotesis menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 41,9% yang berarti bahwa tujuh variabel, yaitu profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *growth opportunities*, *free cash flow*, *insider ownership*, dan *firm size* dapat menjelaskan variabel kebijakan dividen dengan persentase 41,9% sedangkan sisanya 58,1% dijelaskan oleh variabel lain diluar model penelitian

Hipotesis 5 variabel diterima, yaitu profitabilitas, *leverage*, *growth opportunities*, *free cash flow*, dan *insider ownership*. Hipotesis 1 variabel ditolak, yaitu likuiditas.

Saran

a. Bagi Investor

1. Berdasarkan hasil penelitian ditemukan bahwa semakin besar ukuran perusahaan, semakin besar jumlah dividen yang dibayarkan. Sehingga, dalam membuat keputusan investasi, apabila investor menginginkan imbal hasil dalam bentuk dividen yang besar maka harus berinvestasi pada saham perusahaan yang memiliki jumlah total aset yang besar.
2. Semakin besar juga kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen dan semakin besar jumlah dividen yang dibayarkan. Investor harus memperhatikan variabel profitabilitas perusahaan sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan investasinya.. Hal ini dikarenakan dividen dibagikan berdasarkan laba yang diperoleh perusahaan.
3. Semakin besar jumlah hutang perusahaan, semakin kecil atau tidak ada dividen yang akan dibayarkan karena perusahaan lebih memilih untuk melunasi atau membayar hutangnya terlebih dahulu dibandingkan membagikan dividen. Apabila investor menginginkan jumlah dividen yang besar, maka investor harus memperhatikan besarnya tingkat hutang perusahaan.
4. Jumlah arus kas bebas (*free cash flow*) yang dimiliki perusahaan juga dapat menjadi pertimbangan bagi investor dalam membuat keputusan investasi.. Karena jumlah arus

kas bebas yang dimiliki perusahaan mengindikasikan keberlangsungan hidup dan kemampuan perusahaan di masa depan.

5. Disarankan bagi investor untuk memperhatikan peluang pertumbuhan perusahaan apabila menginginkan imbal hasil dalam bentuk dividen. Peluang pertumbuhan perusahaan dapat dilihat investor dari pertumbuhan penjualan perusahaan.
6. Penelitian menemukan besarnya kepemilikan saham manajemen di perusahaan mempengaruhi besarnya jumlah dividen yang dibagikan. Bagi investor disarankan dalam menanamkan investasinya perlu mengamati jumlah saham yang dimiliki manajer di perusahaan.

b. Bagi Perusahaan

1. Pihak manajemen perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang besar sebagai alat untuk mensinyalir kekuatan kas perusahaan dan menunjukkan kemudahan akses perusahaan ke pasar modal yang dimiliki oleh perusahaan dengan ukuran yang besar. Untuk memperbesar ukuran perusahaan, maka perusahaan harus meningkatkan total aset yang dimiliki.
2. Pihak manajemen harus meningkatkan profitabilitas perusahaan agar dapat meningkatkan jumlah dividen yang dibayarkan. Hal ini dikarenakan dividen berasal dari laba yang mampu dihasilkan perusahaan pada suatu periode.
3. Pihak manajemen perusahaan juga harus mengurangi jumlah hutang yang dimiliki oleh perusahaan agar laba yang diperoleh perusahaan dapat digunakan untuk membayar dividen setelah membayar segala kewajiban dan kegiatan investasi perusahaan.
4. Disarankan bagi perusahaan dalam meningkatkan dividen yang dibayarkan, perusahaan harus meningkatkan arus kas perusahaan dari kegiatan operasi agar jumlah arus kas bebas yang tersedia di perusahaan semakin besar. Semakin besar jumlah arus kas bebas yang dimiliki maka semakin besar dividen yang dapat dibagikan manajer kepada pemegang saham.
5. Perusahaan harus memanfaatkan peluang bisnis yang ada di pasar agar laba yang diperoleh meningkat. Karena laba yang meningkat akan mempengaruhi besarnya dividen yang dapat dibagikan perusahaan kepada pemegang saham.
6. Penelitian menunjukkan kepemilikan saham manajemen mempengaruhi besarnya jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dikarenakan pihak manajemen perusahaan selaku pembuat kebijakan yang aktif dan juga sebagai pemegang saham memiliki kepentingan terhadap dividen dan menginginkan kompensasi berupa imbal hasil yang besar atas investasi yang telah dilakukannya di perusahaan.

c. Bagi Penelitian Selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya, disarankan untuk menambahkan variabel karakteristik non-fundamental perusahaan, seperti kualitas tata kelola perusahaan atau jumlah kompensasi manajemen. Juga peneliti dapat memperluas sektor perusahaan yang diteliti, misalnya perusahaan non-keuangan agar jumlah sampel yang diteliti lebih besar.

Keterbatasan Penelitian

Jumlah outlier sebanyak 32 data yang dikeluarkan dari sampel penelitian mengurangi jumlah data yang diobservasi.

REFERENSI

- Abor J., dan Bokpin, G. 2010. "Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy" dalam *Studies in Economics and Finance*. No.3/Vol.27. hlm. 180-194.
- Afza, T., dan Mirza, H. 2010. "Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan" dalam *International Business Research*. No.3/Vol.3.
- Ahmed, H., dan Javid, A. 2008. "The Determinants of Dividend Policy in Pakistan" dalam *Munich Personal REPEC Archive*. No.37339.
- Al-Malkawi, H. 2007. "Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan : An Application of the Tobit Model" dalam *Journal of Economic and Administrative Sciences*. No.2/Vol.23. hlm. 44-70.
- Al-Najjar, Basil. 2009. "Dividend Behaviour and Smoothing New Evidence from Jordanian Panel Data" dalam *Studies in Economics and Finance*. No.3/Vol.26. hlm. 182-197.
- Atmaja, Lukas. 2009. "Dividend Policy in Australia". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. No.2/Vol.13. hlm. 260-270.
- Atmaja, Lukas Setia. 2010. "Dividend and Debt Policies of Family Controlled Firms" dalam *International Journal of Managerial Finance*. No.2/Vol.6. hlm. 128-142.
- Baker, H.Kent dan Sujata Kapoor. 2015. "Dividend Policy in India : New Survey Evidence" dalam *Managerial Finance*. No.2/Vol.41. hlm. 182-204.
- Benavides, Julian, Luis Berggrun, dan Hector Fabio. 2016. "Dividend Payout Policies : Evidence From Latin America" dalam *Finance Research Letters*. Vol.17. hlm. 197-210.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird in the Hand Fallacy" dalam *The Bell Journal of Economics*. No.1/Vol.10. hlm. 259-270.
- Bokpin, G. 2011. "Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Performace on the Ghana Stock Exchange" dalam *Journal of Applied Accounting Research*. No.1/Vol.12. hlm. 61-73.
- DeAngelo, H., dan DeAngelo, L. 2007. "Payout Policy Pedagogy : What Matters and Why" dalam *European Financial Management*. No.1/Vol.13. hlm. 11-27.
- Fairchild, R., Guney, Y., dan Thanatawee, Y. 2013. "Corporate Dividend Policy in Thailand : Theory and Evidence" dalam *International Review of Financial Analysis*. Vol.31. hlm. 129-151.
- Foroghi, et al. 2011. "The Investigation Relationship of Dividend Behavior and Likelihood of Paying Dividends with Financial Variables in Tehram Stock Exchange" dalam *Interrdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. No.8/Vol.3.
- Gill, A., Biger, N., dan Tibrewala, R. 2010. "Determinants of Dividend Payout Ratio : Evidence from United States" dalam *The Open Business Journal*. Vol.3. hlm. 8-14.
- Giriati. 2016. "Free Cash Flow, Dividend Policy, Investment Opportunity Set, Opportunistic Behavior, and Firm's Value (A Study About Agency Theory)" dalam *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. Vo.219. hlm. 248-254.
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gupta, A., dan Banga, C. 2010. "The Determinants of Corporate Dividend Policy" dalam *Decision*. No.2/Vol.37.



- Hatta, Atika. 2002. *Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen : Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder*. JAAI. No.2/Vol.6.
- Ismail, Yusniliyana Yusof Suhaiza. 2016. "Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia" dalam *Reviewa of International Business and Strategy*. No.1/Vol.26.
- Jabbouri, Imad. 2016. "Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets : Evidence From MENA Stock Markets" dalam *Research in International Business and Finance*. Vol.37. hlm. 283-298.
- Jensen, M., dan Meckling, W. 1976. "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" dalam *Journal of Financial Economics*. Vol.3. hlm. 305-360.
- Jozwiak, Bona Kazmierska. 2014. "Determinants of Dividend Policy : Evidence From Polish Listed Companies" dalam *Procedia Economics and Finance*. Vol.23. hlm. 473-477.
- Kartika, Andi. 2006. *Analisa Pengaruh Free Cash Flow, Insider Ownership, Debt to Equity Ratio dan Growth Potential terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia*. INFOKAM. No.2.
- Kasmir. 2008. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT RajaGrafindo Persada.
- Livoreka Besnik, et al. 2014. "Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo" dalam *Procedia Economics and Finance*. Vol.14. hlm. 387-396.
- Lucyanda, J., dan Lilyana. 2012. *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Dinamika Akuntansi. No.2/Vol.4. hlm. 129-138.
- Mohamed, N., et al. 2013. "Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payment : Profitability and Liquidity" dalam *Journal of Accounting Research Institute and Faculty of Accountancy*.
- Mulyani, E., Singh, H., dan Mishra, S. 2016. "Dividends, Leverage, and Family Ownership in the Emerging Indonesian Market" dalam *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money*. Vol.43. hlm. 16-29.
- Prasetyo, D., dan Suryono, B. 2016. *Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi. No.1/Vol.5.
- Putri, I. Dan Nasir, M. 2006. *Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan*. Simposium Nasional Akuntansi 9. Padang.
- Rafique, Mahira. 2012. "Factors Affecting Dividend Payout : Evidence from Listed Non-Financial Firms of Karachi Stock Exchange" dalam *Business Management Dynamics*. No.11/Vol.1. hlm. 76-92.
- Rehman, A., dan Takumi, H. 2012. "Determinants of Dividend Payout Ratio : Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE)" dalam *Journal of Contemporary Issue in Business Research*. No.1/Vol.1. hlm. 20-27.
- Sakir, A., dan Fadli, M. 2014. "Influence of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, Firm Size, and Free Cash Flow on Dividend Policy" dalam *Delhi Business Review*. No.1/Vol.15.