

**ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI
KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode
2010-2013)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusunoleh:

**Nurkholis
NIM. 12030110141186**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015**

PERSETUJUAN USULAN PENELITIAN

Nama Penyusun : Nurkholis

Nomor Induk Mahasiswa : 12030110141186

Fakultas/Jurusan : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur
yang terdaftar di BEI Periode 2010-2013)**

Dosen Pembimbing : Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.si., Akt.

Semarang, 23 Februari 2015

Dosen Pembimbing,

(Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.si., Akt.)

NIP. 19680827 199202 1001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Nurkholis
Nomor Induk Mahasiswa : 12030110141186
Fakultas/Jurusan : Ekonomika dan Bisnis/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI KEBIJAKAN
DIVIDEN (Studi Empiris pada
Perusahaan Manufaktur yang terdaftar
di BEI Periode 2010-2013)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 18 Maret 2015

Tim Penguji

1. Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt. (.....)
2. Fuad, S.E.T, M.Si., Akt., Ph.D. (.....)
3. Nur Cahyonowati, S.E., M.Si.,Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Nurkholis, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2010-2013)**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 23 Februari 2015

Yang membuat pernyataan,

(Nurkholis)

NIM. 12030110141186

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

“There are no gains without pains”

(Benjamin Franklin)

“Setiap permasalahan mengandung ‘bibit’ jalan keluarnya sendiri”.

(Stanley Arnold)

Skripsi ini saya persembahkan untuk:

Ayah, ibu, dan adik tercinta

Sahabat terbaik

ABSTRACT

This research aims to analyze the influence of investment opportunity set, profitability, free cash flow and collateralizable assets on the dividend policy.

The population of this research are all manufacturing companies that listed in Indonesian Stock Exchange (IDX) during 2010-2013. The sample was selected using purposive sampling method and obtained one hundred twenty five firms being sampled. This research analyzes the company's annual report using the method of content analysis. Data analysis used descriptive statistics, assumption tests, and tobit regression model.

The result of this study showed that investment opportunity set, profitability and free cash flow significantly influence to the dividend policy. Meanwhile, collateralizable assets had no effect to dividend policy.

Keywords: dividend policy, investment opportunity set, profitability, free cash flow, collateralizable assets.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow*, dan *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan di Indonesia.

Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2013. Sampel dipilih menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh 125 perusahaan yang menjadi sampel. Penelitian ini menganalisis laporan tahunan perusahaan dengan menggunakan metode *content analysis*. Analisis data menggunakan statistik deskriptif, uji asumsi, dan model regresi tobit.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kesempatan investasi, profitabilitas, dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Keywords: kebijakan dividen, kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow*, *collateralizable assets*.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2013)”.

Penulis menyadari bahwa dalam proses sampai dengan selesainya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan moral dan material baik secara langsung maupun tidak langsung dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini atas segala bantuan, bimbingan, dan dukungan yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat diselesaikan penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Dr. Suharnomo, M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
2. Dr. H. Agus Purwanto, S.E., M.Si., Akt. selaku dosen pembimbing yang selama proses penyusunan skripsi bersedia memberikan bimbingan dan arahan sehingga skripsi ini dapat diselesaikan.
3. Dr. H. Raharja M.Si., Akt. selaku dosen wali yang memberikan dukungan dan motivasi dalam penyusunan skripsi.
4. Seluruh dosen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro, khususnya dosen Jurusan Akuntansi yang telah memberikan ilmu kepada penulis selama proses perkuliahan.

5. Kedua orang tua, Bapak Mundakir dan Ibu Sarni, serta adikku Ahmad Muhlisin dan Yusuf Adi Nugroho terima kasih atas dukungan, doa, dan semangat yang diberikan hingga hari ini kepada penulis.
6. Sahabat-sahabatku, M. Riza, Rizky Budi, Rofik, Robby, Adi Putra, Adhi Perdana dan Kahfi yang selalu mendukung, memberikan motivasi dan doa kepada penulis sehingga skripsi ini dapat terselesaikan. Terima kasih atas kebersamaan kita selama ini. Semoga kita bisa meraih apa yang kita inginkan.
7. Seluruh anggota kelas C akuntansi regular 2, Robby, Adi Putra, Adhi Perdana, Diko, Kahfi, Raha, Samuel, Hendra, Galih, Waskito, Rizal, Febi, Alvin, Vino, Hanin, Danis, Wahyu dan lainnya yang tidak dapat disebutkan satu per satu. Terima kasih atas kebersamaan, kenangan dan pengalaman yang diberikan selama ini.
8. Seluruh anggota bimbingan Pak Agus Purwanto angkatan 2010, Robby, Adi Putra, Barru, Dhanindra, Widiyanto dan Rina terima kasih telah menjadi teman diskusi dan berbagi ilmu.
9. Semua teman-teman KKN Desa Salam Magelang: Kordes Harto, Andika, Emir, Fendy, Gyna, Kiki, Sigit dan lainnya. 35 hari bersama kalian sungguh berarti dalam hidupku.
10. Keluarga besar Akuntansi R2 2010 Universitas Diponegoro, terima kasih karena selama proses belajar telah memberikan banyak pengalaman dan ilmu yang bermanfaat.

11. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan dan doa hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak keterbatasan dan kekurangannya yang disebabkan kurangnya pengetahuan dan pengalaman penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun dari semua pihak. Penulis berharap skripsi ini dapat bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, Februari 2015

Penulis

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------|
| HALAMAN JUDUL..... | i |
| PERSETUJUAN USULAN PENELITIAN..... | ii |
| PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN..... | iii |
| PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI | iv |
| MOTTO DAN PERSEMBAHAN | v |
| <i>ABSTRACT</i> | vi |
| ABSTRAK | vii |
| KATA PENGANTAR | viii |
| DAFTAR ISI..... | xi |
| DAFTAR TABEL..... | xiv |
| DAFTAR GAMBAR | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN..... | xvi |
| BAB I PENDAHULUAN..... | 1 |
| 1.1 Latar Belakang | 1 |
| 1.2 Rumusan Masalah | 9 |
| 1.3 Tujuan Penelitian..... | 9 |
| 1.4 Kegunaan Penelitian..... | 10 |
| 1.5 Sistematika Penulisan..... | 11 |
| BAB II TINAJUAN PUSTAKA..... | 13 |
| 2.1 Landasan Teori | 13 |
| 2.1.1 <i>Signaling Hypothesis</i> | 13 |
| 2.1.2 <i>Pecking Order Hypothesis</i> | 14 |
| 2.1.3 Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>) | 14 |
| 2.1.4 <i>Residual Dividend Policy</i> | 15 |
| 2.1.5 Kebijakan Dividen | 16 |
| 2.1.6 Faktor – faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen..... | 18 |
| 2.2 Penelitian Terdahulu..... | 21 |

| | | |
|--------------------------------|---|----|
| 2.3 | Kerangka Pemikiran | 32 |
| 2.4 | Hipotesis | 35 |
| 2.4.1 | Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen | 35 |
| 2.4.2 | Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen..... | 36 |
| 2.4.3 | Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Dividen | 37 |
| 2.4.4 | Pengaruh <i>Collateralizable Assets</i> Terhadap Kebijakan Dividen | 38 |
| BAB III METODE PENELITIAN..... | | 39 |
| 3.1 | Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel..... | 39 |
| 3.1.1 | Variabel Penelitian | 39 |
| 3.1.2 | Definisi Operasional Variabel..... | 39 |
| 3.2 | Populasi dan Sampel | 42 |
| 3.3 | Jenis dan Sumber Data | 43 |
| 3.4 | Metode Pengumpulan Data | 43 |
| 3.5 | Metode Analisis..... | 44 |
| 3.5.1 | Analisis Statistika Deskriptif | 44 |
| 3.5.2 | Pengujian Asumsi | 44 |
| 3.5.3 | Analisis Regresi Tobit..... | 46 |
| 3.6 | Pengujian Signifikansi Parameter | 48 |
| BAB IV HASIL DAN ANALISIS..... | | 48 |
| 4.1 | Deskripsi Objek Penelitian | 48 |
| 4.2 | Analisis Data | 49 |
| 4.2.1 | Statistik Deskriptif | 49 |
| 4.2.2 | Pengujian Asumsi | 52 |
| 4.2.3 | Analisis Regresi Tobit..... | 54 |
| 4.2.4 | Pengujian Signifikansi Parameter | 58 |
| 4.3 | Interprestasi Hasil..... | 59 |
| 4.3.1 | Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen..... | 60 |
| 4.3.2 | Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen..... | 61 |
| 4.3.3 | Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Dividen..... | 62 |
| 4.3.4 | Pengaruh <i>Collateralizable Assets</i> terhadap Kebijakan Dividen | 62 |
| BAB V PENUTUP..... | | 63 |

| | | |
|-----|------------------------|----|
| 5.1 | Simpulan..... | 63 |
| 5.2 | Keterbatasan | 64 |
| 5.3 | Saran | 64 |
| | DAFTAR PUSTAKA | 66 |
| | LAMPIRAN-LAMPIRAN..... | 70 |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|---|---------|
| Tabel 2.1 Penelitian-Penelitian Empiris Tentang Kebijakan Dividen | 27 |
| Tabel 3.1 Definisi Operasional | 41 |
| Tabel 4.1 Penentuan Jumlah Sampel | 49 |
| Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Variabel Penelitian | 50 |
| Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinieritas | 52 |
| Tabel 4.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas | 54 |
| Tabel 4.5 Hasil Uji Heteroskedastisitas per Variabel | 54 |
| Tabel 4.6 Hasil Uji Regresi Tobit Model 1 | 55 |
| Tabel 4.7 Hasil Uji Regresi Tobit Model 2..... | 56 |
| Tabel 4.8 Ringkasan Hasil Pengujian Hipotesis | 59 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|------------------------------------|---------|
| Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran..... | 34 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | Halaman |
|---|---------|
| Lampiran A Daftar Perusahaan Sampel Penelitian..... | 70 |
| Lampiran B Tabulasi Data | 73 |
| Lampiran C Output Eviews..... | 86 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

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

Perusahaan akan tumbuh dan berkembang, kemudian pada waktunya akan memperoleh keuntungan atau laba. Laba ini terdiri dari laba yang ditahan dan laba yang dibagikan. Pada tahap selanjutnya laba yang ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk pembiayaan pertumbuhan perusahaan. Makin besar pembiayaan perusahaan yang berasal dari laba yang ditahan ditambah penyusutan aktiva tetap, maka makin kuat posisi finansial perusahaan tersebut. Dari seluruh laba yang diperoleh perusahaan sebagian dibagikan kepada pemegang saham berupa dividen. Mengenai penentuan besarnya dividen yang akan dibandingkan itulah yang merupakan kebijakan dividen dari pimpinan perusahaan (Dermawan, 2006).

Keputusan pembayaran dividen ataupun menahan dana tersebut untuk membiayai kegiatan operasional/pertumbuhan perusahaan adalah bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Pembayaran dividen merupakan kebutuhan jangka pendek dan pertumbuhan perusahaan adalah kebutuhan jangka panjang dari pemegang saham. Namun demikian terdapat pandangan bahwa tingkat kepastian dividen lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Hal ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1963) yang terkenal dengan *The Bird-In-The-Hand Theory* yaitu satu burung di tangan (dividen saat ini) lebih berharga daripada seribu burung di udara (*capital gain* di masa yang akan datang). Oleh karena itu, perusahaan harus dapat menyeimbangkan kebutuhan jangka pendek pemegang saham berupa pembayaran dividen dan kebutuhan pertumbuhan perusahaan. Menurut Brenna dan Thakor (1990) keputusan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham disebut kebijakan dividen yang optimal.

Evaluasi pengaruh rasio pembayaran dividen terhadap kekayaan pemegang saham dapat dilakukan dengan melihat kebijakan dividen perusahaan sebagai keputusan pendanaan yang melibatkan laba di tahan. Setiap periode, perusahaan harus memutuskan apakah laba yang diperoleh akan ditahan atau didistribusikan sebagian atau seluruhnya pada pemegang saham sebagai dividen. Sepanjang perusahaan memiliki proyek investasi dengan pengembalian melebihi yang diminta, perusahaan akan menggunakan laba untuk mendanai proyek tersebut. Jika terdapat kelebihan laba setelah digunakan untuk mendanai seluruh

kesempatan investasi yang diterima, kelebihan itu akan di distribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas. Jika tidak ada kelebihan, maka dividen tidak akan di bagikan (James, 2002).

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan yang dilakukan dengan pengeluaran biaya yang cukup mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen. Perusahaan umumnya melakukan pembayaran dividen yang stabil dan menolak untuk mengurangi pembayaran dividen. Hanya perusahaan dengan tingkat kemampuan laba yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan dividen. Banyak perusahaan yang selalu mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki *prospektif* dan menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar dividen. Hal ini berdampak pada perusahaan yang membagikan dividen, memberikan tanda pada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek kedepan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan tingkat kebijakan dividen yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya. Perusahaan dengan prospek ke depan yang cerah, akan memiliki harga saham yang semakin tinggi (Werner, 2008).

Darman (2008) mengungkapkan manajer sebagai agen diberi amanat oleh pemegang saham untuk membuat keputusan yang dapat memaksimalkan kekayaan pemegang saham telah menciptakan konflik potensial atas kepentingan masing-masing pihak yang disebut dengan konflik keagenan (*agency theory*) dalam konteks teori keagenan (*agency theory*). Konflik agensi muncul karena akibat adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap *agency conflict*. Penyebab konflik antara manajer sebagai pengendali perusahaan dengan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan diantaranya yaitu pembuatan keputusan pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan.

Pihak pemilik dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan insentif tingkat yang layak kepada manajer dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan. Akibat munculnya mekanisme pengawasan tersebut menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi timbulnya *agency cost*, yaitu: pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Kedua, meningkatkan *dividend payout ratio* (Easterbrook, 1989; Cruthley dan Hensen, 1989). Ketiga, meningkatkan pendanaan dengan utang. Keempat, *Institutional investor* sebagai pihak yang memonitor agen.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menemukan pandangan validitas yang berbeda tentang faktor-faktor penentu kebijakan dividen dan bukti empiris yang signifikan menggunakan pemodelan regresi disensor, yaitu tobit regresi. Karena setiap negara memiliki dasar lingkungan bisnis yang berbeda, terutama negara-negara yang sedang berkembang seperti Indonesia, mungkin ada kejutan dalam hal kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan-perusahaan Indonesia.

Penelitian ini termotivasi dari penelitian yang dilakukan oleh Monica dan Gupta (2012) yang melakukan investigasi faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Nifty 50 Index*. Sampel yang digunakan adalah 50 perusahaan yang terdaftar di *Nifty 50 Index*. Variabel yang digunakan dalam penelitian mereka adalah kesempatan investasi, umur perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage*, dan profitabilitas.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Monica dan Gupta (2012). Sampel penelitian menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini hanya mengadopsi dua variabel independen yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan Monica dan Gupta (2012). Kemudian, dalam penelitian ini peneliti menambahkan variabel independen baru, yaitu *free cash flow* dan *collateralizable assets*.

Variabel independen pertama dalam penelitian ini adalah kesempatan investasi. Variabel tersebut diadopsi dengan alasan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan cenderung menggunakan dananya untuk investasi tersebut. Hal ini akan berdampak pada tingkat pembayaran dividen perusahaan.

Variabel independen kedua dalam penelitian ini adalah profitabilitas. Variabel ini merupakan ukuran kinerja keuangan. Variabel ini diadopsi dengan alasan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan memiliki jumlah laba atau pendapatan yang besar sehingga mampu untuk memenuhi kewajiban yang dimiliki perusahaan. Salah satu kewajiban perusahaan adalah membagikan dividen.

Variabel independen ketiga dalam penelitian ini adalah *free cash flow*. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham dan tidak diperlukan untuk modal kerja (Ross *et al.*, 2002). Hal ini berarti kas perusahaan yang tidak digunakan untuk kegiatan modal kerja akan digunakan untuk memenuhi kewajiban perusahaan. Dalam hal ini adalah membagikan dividen, sehingga variabel ini dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan.

Variabel keempat dalam penelitian ini adalah *collateralizable assets*. *Collateralizable assets* adalah aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan perusahaan kepada kreditur. *Collateralizable assets* ini menimbulkan konflik kepentingan antara kreditur dan pemegang saham. Konflik kepentingan akan muncul bila jaminan yang digunakan perusahaan kecil dimana kreditur akan berusaha menghalangi perusahaan untuk membagikan dividen karena kreditur takut piutang mereka tidak terbayar. Oleh karena itu, variabel ini dapat mempengaruhi perusahaan dalam kebijakan dividennya.

Peneliti tertarik melakukan penelitian terkait dengan kebijakan dividen karena beberapa pertimbangan sebagai berikut. Pertama, keputusan pembagian dividen menjadi kontradiksi antara *stakeholder*, khususnya bagi para investor dan manajer perusahaan.

Bagi investor, penetapan kebijakan dividen sangat penting untuk kesejahteraannya (Dewi, 2008). Hal ini disebabkan karena dividen merupakan tingkat pengembalian investasi baginya (Suharli, 2006). Disisi lain, menurut Suharli (2006), bagi pihak manajer, dividen merupakan arus kas keluar yang

mengurangi kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman, selain itu kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang.

Selain investor atau pemegang saham dan manajer, kreditur sebagai *debtholder* juga memiliki pengertian yang berbeda terhadap kebijakan dividen yang dikeluarkan perusahaan. Bagi kreditur, dividen dapat menjadi signal mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman (Suharli, 2006).

Kedua, kebijakan dividen merupakan salah satu cara dalam mengatasi masalah keagenan (*agency conflict*). Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen dapat berperan sebagai mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan. Peningkatan pembayaran dividen akan mendorong perusahaan untuk mencari sumber pendanaan eksternal di pasar modal. Dengan masuknya perusahaan ke pasar modal, maka perusahaan akan mendapat pengawasan dari para investor luar sehingga dapat menekan para manajer untuk bertindak demi kepentingan para pemegang saham. Dengan demikian, dividen dapat menjadi alat monitoring sekaligus *bonding* untuk mengontrol perilaku para manajer.

Peneliti tertarik menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian karena perusahaan tersebut merupakan bidang usaha yang memiliki jenis usaha yang paling besar di BEI. Perusahaan manufaktur juga hampir tidak terpengaruh oleh fluktuasi perekonomian. Perusahaan tersebut dapat bertahan dan eksis karena produk yang dihasilkannya. Permintaan akan produk yang dihasilkan

akan tetap stabil sehingga tidak akan berpengaruh terhadap aktivitas perusahaan dalam menghasilkan laba yang optimal.

Masih terdapat hasil yang tidak konsisten dari penelitian sebelumnya membuat isu ini menjadi penting untuk diteliti. Mahadwartha dan Hartono (2002) menemukan bahwa kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, penelitian dari Suharli (2007) dan Monica dan Gupta (2012) menunjukkan hasil yang sebaliknya. Sementara, penelitian dari Damayanti dan Fatchan (2006) menunjukkan bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Sutrisno (2001), Prihantoro (2003), Kania dan Bacon (2005), Damayanti dan Fatchan (2006), Savitri (2006), Imran (2011), dan Monica dan Gupta (2012) mencoba menginvestigasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Savitri (2006) dan Imran (2011) menemukan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, Sutrisno (2001), Prihantoro (2003), Kania dan Bacon (2005), Damayanti dan Fatchan (2006) serta Monica dan Gupta (2012) menemukan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian terkait *free cash flow* dengan kebijakan dividen telah dilakukan oleh Jauhari (2002), Kusuma (2006), Fauz dan Rosidi (2007), Mahadwartha (2007) dan Rosdini (2009). Penelitian Rosdini (2009) menunjukkan *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Mahadwartha (2007) menunjukkan hasil yang sebaliknya. Sementara, penelitian Jauhari (2002), Kusuma (2006) serta Fauz dan Rosidi (2007) menunjukkan *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian terkait *collateralizable assets* dengan kebijakan dividen telah dilakukan oleh Nugraha (2006), Fauz dan Rosidi (2007), Mahadwartha (2007), Wahyudi dan Baidori (2008), dan Habib (2012). Penelitian Nugraha (2006), Fauz dan Rosidi (2007), serta Wahyudi dan Baidori (2008) menunjukkan *collateralizable assets* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Mahadwartha (2007) menunjukkan hasil yang sebaliknya. Sementara, penelitian Habib (2012) menunjukkan *collateralizable assets* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan penelitian terdahulu yang meneliti tentang faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen dan berdasarkan latar belakang di atas, maka dapat dirumuskan penelitian sebagai berikut:

- 1) Apakah Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen?
- 2) Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen?
- 3) Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen?
- 4) Apakah *Collateralizable Assets* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk:

- 1) Menganalisis Pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen
- 2) Menganalisis Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

3) Menganalisis Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

4) Menganalisis Pengaruh *Collateralizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

1.4 Kegunaan Penelitian

Manfaat Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat khususnya bagi pengembangan ilmu ekonomi sebagai sumber bacaan atau referensi yang dapat memberikan informasi teoritis dan empiris pada pihak-pihak yang akan melakukan penelitian lebih lanjut mengenai permasalahan ini dan menambah sumber pustaka yang telah ada.

Manfaat Praktis

➤ Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi pihak manajemen perusahaan yang dapat digunakan sebagai masukan atau dasar untuk meningkatkan kinerja perusahaan yang dapat dilihat dari rasio keuangan yang baik menunjukkan prospek bagus bagi perusahaan di masa yang akan datang yang dapat menarik investor untuk menanamkan modal di perusahaan sehingga dimungkinkan dapat menambah modal untuk usaha pengembangan perusahaan dan hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan informasi yang bisa digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan terhadap kebijakan dividen agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan.

➤ Bagi Investor

Hasil dari penelitian ini dapat memberikan informasi tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sehingga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan berinvestasi serta dapat dipergunakan sebagai salah satu alat untuk memilih atau menentukan perusahaan mana yang mempunyai rasio keuangan yang baik sehingga akan mengurangi risiko kerugian.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penelitian ini dibagi dalam lima bab yaitu:

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II : TELAAH PUSTAKA

Bab ini berisi tentang teori-teori yang digunakan serta penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penelitian yang diteliti, kerangka pemikiran, dan hipotesis yang diajukan berdasarkan teori yang digunakan.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini terdiri dari uraian variabel penelitian dan definisi operasional penelitian, penjelasan metode penentuan populasi, sampel, jenis, dan sumber data serta penjelasan tentang metode

pengumpulan data dan analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan deskripsi objek penelitian, analisis data, output *Eviews* serta implementasinya.

BAB V : PENUTUP

Bab ini merupakan bab terakhir dalam penelitian ini. Bab ini terdiri dari kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian serta implikasinya terhadap penelitian ini, dan saran-saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TINAJUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Signaling Hypothesis*

Teori ini mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang telah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. (Richardson, 1998).

Teori ini digunakan untuk menjelaskan bahwa pada dasarnya laporan keuangan dimanfaatkan untuk memberi sinyal positif maupun negatif kepada pemakainya (Sulistiyanto, 2008). Dalam konteks ini, pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor luar mengenai prospek perusahaan di masa datang. Modigliani dan Miller (1958) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen biasanya merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik pada dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit pada dividen masa mendatang.

Teori ini juga sulit dibuktikan secara empiris karena nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Ada beberapa perdebatan mengenai manajemen sering kali memiliki informasi dalam mengenai perusahaan

yang tidak bisa didapatkan investor. Perbedaan kemampuan mengakses informasi antara manajemen dan investor disebut *information asymmetry* (asimetri informasi).

2.1.2 Pecking Order Hypothesis

Teori ini menunjukkan bahwa perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Perusahaan lebih memilih untuk mengeluarkan utang sebelum menerbitkan saham untuk mengurangi biaya asimetri informasi dan biaya transaksi lainnya (Myers dan Majluf, 1984).

Myers dan Majluf (1984) juga menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayarkan dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk (*bad news*) karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Kalay, 1982).

2.1.3 Teori Keagenan (Agency Theory)

Teori ini menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering bertentangan sehingga dapat terjadi konflik. Hal tersebut sering terjadi dikarenakan manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan itu, karena hanya akan menambah biaya bagi perusahaan dan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham yang biasa disebut *agency conflict* (Dewi, 2008).

Berdasarkan teori ini, pihak manajemen adalah agen pemilik sedangkan pemilik perusahaan merupakan *principal* (investor). Jansen dan Meckling (1976) memperlihatkan bahwa pemilik dapat menyakinkan diri mereka bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila terdapat insentif yang mendanai dan mendapatkan pengawasan dari pemilik. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki. Agen menginginkan kepentingannya diakomodasi dengan pemberian kompensasi yang memadai dan sebesar-besarnya atas kinerjanya. Prinsipal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian dividen. Semakin tinggi laba, harga saham dan semakin besar dividen yang dibagikan maka agen dianggap berkinerja baik sehingga layak mendapat insentif yang tinggi (Wahyudiharto, 2009).

Holder *et al.* (1998) menemukan bahwa dividen menjadi faktor utama dalam mengurangi *Agency Problem* antara pemegang saham dan manajer. Pembayaran dividen dapat mengurangi arus kas di bawah kontrol manajemen, sehingga membantu untuk menghilangkan masalah keagenan. *Agency Problem* biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham atau antara *debtholders* dan *stockholders*. *Agency problem* potensial untuk terjadi dalam perusahaan dimana manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan.

2.1.4 Residual Dividend Policy

Teori ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai

perencanaan modal perusahaan (Weston dan Brigham, 1993). Perusahaan dengan tingkat laba yang sedikit cenderung hanya mampu menutupi biaya operasionalnya sehingga perusahaan tidak akan memberikan dividen.

Kebijakan ini juga menyatakan perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan tersebut kembali diharapkan dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan resiko yang sebanding (Rosdini, 2009)

2.1.5 Kebijakan Dividen

2.1.5.1 Definisi Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing* (Sartono, 2001). Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayar kepada para pemegang saham (Riyanto, 2001). Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan.

Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yaitu perbandingan antara *Dividend Per Share* (DPS) dengan *Earning Per Share* (EPS). Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Robert, 1997).

2.1.5.2 Macam-Macam Dividen

Berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas dua jenis yaitu: dividen tunai (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*). Dividen tunai merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk uang tunai. Dividen saham merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Nilai suatu dividen tunai tentunya sesuai dengan nilai tunai yang diberikan, sedangkan nilai suatu dividen saham dapat dihitung dengan rumus harga wajar dividen saham dibagi dengan rasio dividen saham.

Berdasarkan periode satu tahun buku maka dividen dapat dibagi atas dua jenis yaitu: dividen interm dan dividen final. Dividen interm merupakan dividen yang dibayarkan oleh perseroan antara satu tahun buku dengan tahun buku berikutnya atau antara dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Di Indonesia pada umumnya dividen interm hanya dibayarkan satu kali dalam setahun. Dividen final merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan buku perseroan pada tahun sebelumnya yang dibayarkan pada tahun buku berikutnya. Dividen final ini juga memperhitungkan dan mempertimbangkan hubungannya dengan dividen interm yang telah dibayarkan untuk tahun buku tersebut.

2.1.6 Faktor–faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Litner (1956) perusahaan menetapkan target dividen didasarkan pada keuntungannya. Jika target keuntungannya tercapai dan dianggap telah stabil, maka perusahaan akan menyesuaikan besarnya dividen yang akan dibagikan hingga mencapai target yang telah ditetapkan. Hasil penelitian Litner (1956) menunjukkan bahwa di sebagian besar situasi, kebijakan pembagian dividen bukan hasil sampingan dari *saving*, melainkan keputusan utama dalam keputusan yang aktif (Sutrisno, 2001). Dan dalam pengambilan keputusan pembagian dividen, manajer mempertimbangkan beberapa hal yang berpengaruh terhadap keputusan pembagian dividen, antara lain: kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow*, dan *collateralizable assets*.

2.1.6.1 Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi adalah peluang perusahaan untuk menginvestasikan dananya dalam rangka mengembangkan perusahaannya. Penelitian mengenai kesempatan investasi di antaranya oleh Smith dan Watts (1992) meneliti proporsi hubungan kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki utang yang lebih kecil, membayar dividen lebih rendah dan membayar kompensasi kepada manajer lebih besar.

Teori *Pecking Order Hypothesis* dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Dalam teori tersebut menunjukkan bahwa perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya bila

diperlukan. Dalam mendanai investasi tersebut perusahaan menggunakan seluruh dananya sehingga peluang dana tersebut dibagikan sebagai dividen cenderung kecil.

2.1.6.2 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan. Dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan kepada para pemegang saham jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya pembayaran dividen. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Puspita, 2009).

Teori *signaling hypothesis* dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen. Profitabilitas yang tinggi menandakan perusahaan dalam keadaan yang baik. Hal ini dapat diketahui dari laporan keuangan tahunannya. Dari laporan keuangan tersebut akan memberikan sinyal-sinyal kepada para investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. dengan banyaknya investor yang melakukan investasi ke perusahaan tersebut akan membuat perusahaan memiliki dana yang besar. Dengan begitu, kecenderungan perusahaan membayar dividen cukup tinggi.

2.1.6.3 Free Cash Flow

Menurut Brigham dan Houston (1999) *free cash flow* atau arus kas bebas didefinisikan sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi perusahaan. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil. Maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* merupakan dana yang berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham dimana keputusan pendistribusian ini sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Rosdini, 2009).

Teori *residual dividend policy* dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan *free cash flow* dengan kebijakan dividen. Dalam teori tersebut dijelaskan bahwa perusahaan membayar dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk proyek yang telah direncanakan. Seperti penjelasan diatas *free cash flow* merupakan aliran dana yang tidak digunakan dalam membiayai suatu proyek atau dapat juga dikatakan sebagai kelebihan dana atas proyek yang direncanakan tersebut.

2.1.6.4 Collateralizable Assets

Collateralizable assets adalah aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan peminjam. Kreditur seringkali meminta jaminan berupa aset ketika memberi pinjaman kepada perusahaan yang membutuhkan pendanaan.

Tingginya jaminan yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar, sebaliknya semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membayar dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak dibayar (Fauz dan Rosidi, 2007).

Teori keagenan dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara *collateralizable asset* dengan kebijakan dividen. *Collateralizable asset* dianggap sebagai proksi aset-aset jaminan untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur. Konflik tersebut terjadi karena ketakutan kreditur bila perusahaan cenderung membagikan dividen daripada membayar hutangnya, sehingga kreditur cenderung menghalang-halangi perusahaan untuk membayarkan dividennya. Konflik tersebut dapat dikurangi dengan memberikan *collateralizable asset* yang tinggi kepada kreditur, sehingga kreditur akan merasa tenang walaupun perusahaan cenderung menunda pelunasan hutangnya dan memilih untuk membagikan dividen.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sering dilakukan akhir-akhir ini. Sutrisno (2001) menguji pengaruh posisi kas, potensi pertumbuhan, *size*, rasio hutang dan modal, profitabilitas dan *holding* terhadap DPR. Teknik analisis yang digunakan adalah *Model Analysis of Moment*

Structure (AMOS). Dari keenam variabel independen yang digunakan hanya variabel CP menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, dan pada variabel DER menunjukkan hubungan negatif signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan.

Jauhari (2002) dalam penelitiannya ingin menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah *size* (LTA), *Insider Ownership* (INS), Fokus Perusahaan (FS), *Free Cash Flow* (FCF), jumlah pemegang saham biasa (LCSHR) dan *Growth* (GROW) sebagai variabel moderat. Populasi yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 1993-1999. Pengambilan sampel digunakan metode *purposive sampling*. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Hasil dalam penelitian tersebut yaitu variabel FS dan LTA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel LCSHR dan INS memiliki pengaruh positif tidak signifikan. Dan variabel FCF dan GROW memiliki pengaruh negatif tidak signifikan.

Mahadwartha dan Hartono (2002) menguji pengaruh IOS dengan proksi *book to market value of equity* (MBVE) terhadap DPR. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi. Hasil dari penelitian tersebut adalah IOS berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR.

Prihantoro (2003) menginvestigasi pengaruh *cash position*, *growth potential*, *firm size*, *debt to equity ratio*, *profitability*, *dispersion ownership* terhadap DPR. Teknik analisis yang digunakan *Model Analysis of Moment*

Structure (AMOS). Tahun penelitian yang digunakan yaitu mulai tahun 1991-1996. Dari hasil penelitian tersebut posisi kas memiliki pengaruh positif signifikan dan rasio hutang dan modal memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel lain berpengaruh kurang signifikan terhadap DPR.

Kania dan Bacon (2005) dalam penelitiannya untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, menghasilkan kesimpulan bahwa hanya variabel EPS yang memiliki pengaruh positif signifikan, sedangkan variabel ROE, *sales growth*, *beta*, CR, DTA, *insider ownership*, *institutional ownership* dan *capital spending* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi.

Nugraha (2006) pada penelitiannya menguji pengaruh *insider ownership*, *dispersion ownership*, *institusional ownership*, dan *collateralizable assets*. Penelitian dilakukan pada sampel tahun 2002-2004 yang berjumlah 25. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Pada penelitian tersebut hanya menghasilkan dua variabel yang signifikan, yaitu *insider ownership* yang memiliki pengaruh negatif dan *collateralizable assets* yang memiliki pengaruh positif terhadap DPR. Sedangkan variabel lain tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

Kusuma (2006) menguji pengaruh asimetri informasi, biaya keagenan, kesempatan bertumbuh, *cash flow* dan *leverage* terhadap DPR. Teknik yang digunakan analisis regresi tobit. Penelitian menggunakan sampel perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2000-2004. Hasil dari

penelitian tersebut adalah asimetri informasi, biaya keagenan, kesempatan bertumbuh dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan *cash flow* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan.

Damayanti dan Fatchan (2006) menguji pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Data yang digunakan dalam analisis ini adalah data sekunder. Pengambilan sampel digunakan metode *purposive sampling*, dengan jumlah sampel yang diperoleh sebanyak 32 perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil dari analisis tersebut adalah variabel investasi, likuiditas dan *growth* memiliki hubungan yang berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel profitabilitas dan *size* tidak memiliki pengaruh signifikan dan positif.

Savitri (2006) menguji pengaruh karakteristik keuangan perusahaan, yaitu *capital structure*, *working capital investment*, *profitability*, dan *liquidity* terhadap keputusan perusahaan membayar atau tidak membayar dividen. Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mempunyai laba setelah pajak, yang dibagi menjadi dua grup perusahaan yaitu perusahaan yang membayar dividen dan perusahaan yang tidak membayar dividen. Kedua kelompok perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang terbuka yang terdaftar di BEJ. Kegiatan dalam penelitian ini dilaksanakan dalam kurun waktu 3 tahun mulai dari tahun 2000 sampai dengan tahun 2002. Model analisis penelitian ini menggunakan analisis regresi logit. Kesimpulan dari penelitian ini yaitu adanya hubungan yang positif dan signifikan antara variabel WCI, profitabilitas dan *liquidity* dengan

variabel DPR serta adanya hubungan negatif signifikan antara variabel *capital structure* dengan variabel DPR.

Fauz dan Rosidi (2007) dalam penelitiannya menganalisis pengaruh *free cash flow* (FCF), *debt to equity ratio* (DER), *collateralizable assets* (COL), *managerial ownership* (MOS) dan *institutional ownership* (IOS). Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Tahun penelitian yang digunakan mulai tahun 1999-2003. Sampel yang digunakan berjumlah 17 perusahaan. Hasil penelitian tersebut yaitu variabel COL memiliki pengaruh positif signifikan dan variabel DER memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan pada variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan.

Suharli (2007) menguji pengaruh ROI, *fixed asset* sebagai proksi kesempatan investasi terhadap DPR dengan *current ratio* sebagai moderasi. Penelitian dilakukan tahun 2002-2003. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi. Hasil penelitian tersebut adalah ROI berpengaruh terhadap DPR dan diperkuat oleh *current ratio*. Sedangkan *fixed asset* sebagai proksi kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap DPR.

Mahadwartha (2007) meneliti tentang konflik kepentingan antara kepemilikan dan arus kas bebas terhadap efektifitas kebijakan dividen. Sampel yang digunakan perusahaan non finansial yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Periode penelitian antara 1995-2004. Variabel yang digunakan adalah *managerial ownership*, *outsider ownership*, *free cash flow*, *collateral assets*. Hasil penelitian tersebut adalah *menegement ownership*, *outsider ownership*, *free cash flow*, dan *collateral assets* berpengaruh negatif dan signifikan

Wahyudi dan Baidori (2008) menguji pengaruh *Insider Ownership*, *Collateralizable Assets*, *Growth In Assets*, dan Likuiditas terhadap kebijakan dividen. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis regresi. Hasil dari penelitian tersebut yaitu pada variabel COLLAS, GNA, QR memiliki pengaruh signifikan positif. Sedangkan variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan

Rosdini (2009) meneliti tentang pengaruh *free cash flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*. Sampel yang digunakan yaitu beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Periode yang digunakan antara 2000-2002. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier sederhana. Variabel yang digunakan adalah *free cash flow*. Hasil dari penelitian tersebut adalah *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan.

Imran (2011) menguji pengaruh EPS, PROF, CF, SG, SIZE dan LIQ terhadap DPR. Teknik yang digunakan *fixed effect approach* (FEM), *random effects approach* (REM) dan *pooled estimation*. Tahun yang digunakan mulai tahun 1996-2008. Sampel yang digunakan sebanyak 36 perusahaan. Hasil penelitian tersebut adalah EPS, PROF, SG, SIZE berpengaruh signifikan positif dan CF memiliki hubungan negatif signifikan. Sedangkan LIQ berpengaruh positif tidak signifikan.

Habib (2012) menguji pengaruh *leverage*, kesempatan bertumbuh, *collateralizable assets*, kepemilikan institusional dan *SIZE* (variabel kontrol) terhadap kebijakan dividen. teknik yang digunakan regresi linier berganda. Tahun yang digunakan mulai tahun 2007-2009. Sampel yang digunakan 90 perusahaan. Hasil penelitian tersebut adalah *SIZE* berpengaruh signifikan positif dan

kepemilikan institusional berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. sedangkan *leverage*, kesempatan bertumbuh dan *collateralizable assets* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Monica dan Gupta (2012) menguji pengaruh MBR, EPS, AGE, MCAP dan DER terhadap DPR. Teknik yang digunakan *tobit regression model*. Tahun yang digunakan mulai tahun 2000-2010. Sampel yang digunakan sebanyak 50 perusahaan. Hasil dari penelitian tersebut adalah MACAP berpengaruh signifikan positif terhadap DPR dan MBR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan EPS dan AGE berpengaruh positif dan tidak signifikan serta DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan. Adapun ringkasan mengenai penelitian terdahulu disajikan dalam tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 2.1
Penelitian-Penelitian Tentang Kebijakan Dividen

| No | Peneliti | Variabel | Metode | Hasil |
|----|-----------------|--|---------------------------|---|
| 1 | Sutrisno (2001) | -Cash Position (CP) -Growth Potential (GROWTH) -Firm size (SIZE) -Debt to Equity Ratio (DER) -Profitability (ROA) -Holding (DISOWN) | AMOS | Variabel CP menunjukkan hasil yang positif dan signifikan, dan pada variabel DER menunjukkan hubungan negatif signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan |
| 2 | Jauhari (2002) | -SIZE (LTA) -Insider ownership (INS) -Fokus Perusahaan (FS) -Free cash flow (FCF) -Jumlah Pemegang Saham | Analisis Regresi Berganda | Variabel FS dan LTA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. |

| | | | | |
|---|-------------------------------|---|---------------------------|--|
| | | Biasa (LCSHR) - <i>Growth</i> /Kontrol(GROW) | | Sedangkan variabel LCSHR dan INS memiliki pengaruh positif tidak signifikan. Dan Variabel FCF dan GROW memiliki pengaruh negatif tidak signifikan. |
| 3 | Mahadwarta dan Hartono (2002) | -IOS | Analisis Regresi | IOS berpengaruh positif signifikan |
| 4 | Prihantoro (2003) | - <i>Cash Position</i> (X1) - <i>Growth Potential</i> (X2) - <i>Firm size</i> (X3) - <i>Debt to Equity Ratio</i> (X4) - <i>Profitability</i> (X5) - <i>Dispersion ownership</i> (X6) | AMOS | Posisi kas memiliki pengaruh positif signifikan dan rasio hutang dan modal memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel lain berpengaruh kurang signifikan terhadap DPR. |
| 5 | Kania dan Bacon (2005) | -EPS -ROE - <i>sales growth</i> -Beta -CR -DTA - <i>insider ownership</i> - <i>institutional ownership</i> - <i>capital spending</i> | Analisis Regresi | Variabel EPS yang memiliki pengaruh positif signifikan . ROE, <i>sales growth</i> , beta, CR, DTA, <i>insider ownership</i> , <i>institutional ownership</i> , dan <i>capital spending</i> memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap DPR |
| 6 | Nugraha (2006) | - <i>Insider ownership</i> (INSD) - <i>Dispersion ownership</i> (DOWNER) | Analisis Regresi Berganda | INSD yang memiliki pengaruh negatif signifikan dan |

| | | | | |
|---|------------------------------|---|---------------------------|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> -<i>Institutional Ownership</i> (INSH) -<i>Collateralizable assets</i> (COLLAS) | | COLLAS yang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap DPR. Sedangkan variabel lain tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. |
| 7 | Kusuma (2006) | <ul style="list-style-type: none"> -Asimetri informasi -Biaya keagenan -Kesempatan bertumbuh -<i>Cash flow</i> -<i>Leverage</i> | Analisis Regresi Tobit | Asimetri informasi, biaya keagenan, kesempatan bertumbuh dan <i>leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan <i>cash flow</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan. |
| 8 | Damayanti dan Fatchan (2006) | <ul style="list-style-type: none"> -Investasi -Likuiditas -Profitabilitas -Pertumbuhan perusahaan -Ukuran Perusahaan | Analisis Regresi Berganda | Semua variabel memiliki pengaruh tidak signifikan. Variabel investasi, Likuiditas, <i>size</i> , dan <i>Growth</i> memiliki pengaruh negatif, sedangkan variabel Profitabilitas memiliki pengaruh positif. |
| 9 | Savitri (2006) | <ul style="list-style-type: none"> -<i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) -<i>Working Capital Investment</i> -<i>Profitability</i> (ROA) -Likuiditas (CP) | Analisis Regresi Logit | Adanya hubungan yang positif dan signifikan antara variabel WCI, Profitabilitas dan <i>Liquidity</i> dengan variabel DPR; adanya hubungan |

| | | | | |
|----|----------------------------|---|-----------------------------------|--|
| | | | | negatif signifikan antara variabel <i>capital structure</i> dengan variabel DPR. |
| 10 | Fauz dan Rosidi (2007) | - <i>Free cash flow</i> (FCF) - <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) - <i>Collateralisable assets</i> (COL) - <i>Managerial Ownership</i> (MOS) - <i>Institutional Ownership</i> (IOS) | Analisis Regresi Berganda | Variabel COL memiliki pengaruh positif signifikan dan variabel DER memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan pada variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan. |
| 11 | Suharli (2007) | -ROI -Kesempatan investasi -CR (Moderasi) | Analisis Regresi | ROI berpengaruh positif dan diperkuat oleh CR, sedangkan kesempatan investasi berpengaruh negatif |
| 12 | Mahadwarha (2007) | - <i>Managerial ownership</i> - <i>Outsider ownership</i> - <i>Free cash flow</i> - <i>Collateral assets</i> | Analisis Regresi | Semua variabel berpengaruh negatif dan signifikan |
| 13 | Wahyudi dan Baidori (2008) | - <i>Insider ownership</i> (INSID) - <i>Collateralizable assets</i> (COLLAS) - <i>Growth in net assets</i> (GNA) - <i>Quick ratio</i> (QR) | Analisis Regresi | Variabel COLLAS, GNA, QR memiliki pengaruh signifikan positif. Sedangkan variabel lain tidak memiliki pengaruh signifikan. |
| 14 | Rosdini (2009) | - <i>Free cash flow</i> | Analisis Regresi Linier Sederhana | <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif dan signifikan |

| | | | | |
|----|-------------------------|--|----------------------------------|--|
| 15 | Imran (2011) | -EPS -PROF -CF -SG -SIZE -LIQ | FEM, REM | Variabel EPS, PROF, SG, SIZE berpengaruh positif signifikan dan CF berpengaruh negatif signifikan, sedangkan LIQ berpengaruh positif tidak signifikan |
| 16 | Habib (2012) | -Leverage -Pertumbuhan perusahaan -Collateralizable assets -Kepemilikan institutonal -Size | Analisis Regresi Linier Berganda | Variabel <i>Size</i> berpengaruh positif signifikan dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan, sedangkan variabel lainnya tidak memiliki pengaruh signifikan |
| 17 | Monica dan Gupta (2012) | -MBR -EPS -AGE -MCAP -DER | Analisis Regresi Tobit | MACAP berpengaruh signifikan positif terhadap DPR dan MBR berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Sedangkan EPS dan AGE berpengaruh positif dan tidak signifikan serta DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan |

Data sekunder yang diolah, 2015

Penelitian ini mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Monica dan Gupta (2012) yang meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

pada perusahaan yang terdaftar di *Nifty 50 Index*. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya. Pertama, sampel penelitian yang digunakan peneliti adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2010-2013. Kedua, peneliti menambahkan dua variabel, yaitu *free cash flow* dan *collateralizable assets*.

2.3 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran menjelaskan logika teoritis atas pengaruh kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow* dan *collateralizable assets* terhadap kebijakan dividen. Pembahasan alasan dan penyajian gambar sebagai berikut.

Kesempatan investasi merupakan peluang perusahaan untuk melakukan meningkatkan pertumbuhan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, karena pendanaan internalnya lebih murah (Jensen, 1986). Penggunaan dana internal tersebut akan berdampak pada berkurangnya jumlah dividen yang akan dibagikan atau karena sumber dari dividen juga berasal dari dana internal, salah satunya laba perusahaan. Hal ini sejalan dengan *teori pecking order hypothesis* dimana dalam membiayai investasinya perusahaan cenderung menggunakan dana internalnya, dimana hal tersebut termasuk dari laba perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar peluang investasi perusahaan, semakin kecil tingkat pembagian dividen kepada para pemegang saham.

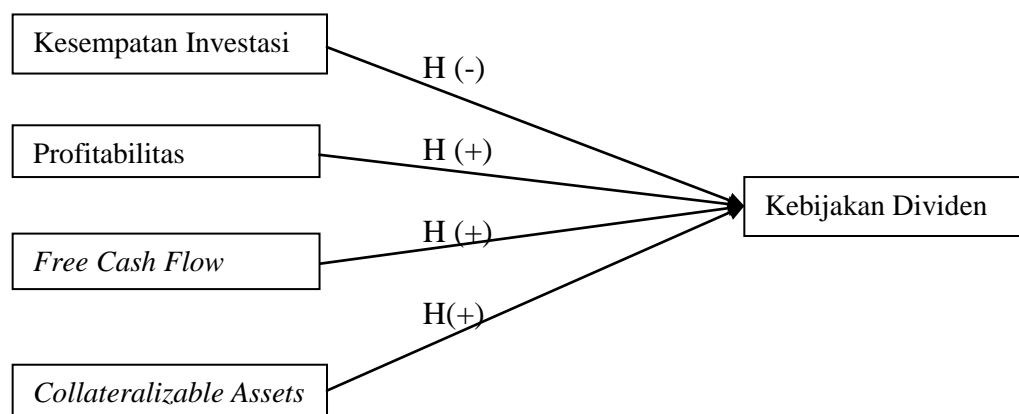
Salah satu pertimbangan perusahaan dalam pembagian dividen adalah tingkat profitabilitasnya. Jika tingkat profitabilitas tinggi perusahaan akan cenderung membagikan dividen yang tinggi (Sumarto, 2007). Sebaliknya jika tingkat profitabilitas perusahaan rendah maka perusahaan akan cenderung

mengurangi atau tidak membagikan dividennya kepada para investor. Hal ini dilakukan karena laba tersebut akan digunakan untuk keberlangsungan hidup perusahaan. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan dalam kondisi yang baik yang dapat diketahui dari laporan keuangan perusahaan tersebut. Dari laporan keuangan tersebut akan memberikan sinyal positif kepada para investor untuk menanamkan modalnya ke perusahaan tersebut, sehingga dana yang dimiliki perusahaan akan meningkat. Dengan begitu, tingkat pembagian dividen akan semakin tinggi.

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang tidak digunakan untuk modal kerja atau juga dapat dikatakan sebagai kelebihan dana atas suatu proyek yang direncanakan. Dimana dapat didistribusikan untuk para pemegang saham atau kreditur (Ross, 2002). Tapi, jumlah *free cash flow* yang banyak dapat disalahgunakan oleh manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya maupun berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Oleh sebab itu, pembagian dividen bisa menjadi mekanisme untuk mencegah manajer memaksimalkan kepentingan pribadinya (Mahadwartha, 2007). Hal ini sejalan dengan teori *residual dividend policy* dimana perusahaan akan membagikan dividen bila terdapat kelebihan dana atas suatu proyek. Perusahaan dengan *free cash flow* berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagi kesempatan yang tidak dapat diperoleh perusahaan lain (Rosdini, 2009). Dengan tingkat *free cash flow* yang tinggi, perusahaan cenderung membagikan dividen lebih tinggi.

Collateralizable assets berhubungan dengan seberapa besar jaminan atas aset yang diberikan perusahaan kepada kreditur. Besar kecilnya *collateralizable assets* yang diberikan dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur (Darman, 2008). Semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membayar dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak dibayar (Fauz dan Rosidi, 2008). Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat *collateralizable assets*-nya, semakin tinggi pula pembagian dividennya. Berdasarkan uraian di atas dapat digambarkan kerangka pemikiran sebagai berikut:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



2.4 Hipotesis

2.4.1 Pengaruh Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen

Teori *pecking order hypothesis* dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan negatif antara kesempatan investasi dan kebijakan dividen. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi cenderung akan menggunakan seluruh dananya untuk investasi tersebut. Hal ini dikarenakan kesempatan investasi merupakan peluang perusahaan untuk meningkatkan pertumbuhan. Pemakaian keseluruhan dana tersebut akan berdampak pada jumlah dana yang semestinya digunakan untuk pembagian dividen. Dengan tidak ada atau kecilnya dana yang digunakan untuk pembagian dividen maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin kecil. Hal ini dikarenakan keseluruhan dana yang digunakan untuk kepentingan investasi tersebut. Dengan demikian, semakin tinggi peluang investasi perusahaan maka kecenderungan untuk perusahaan membagikan dividennya cenderung kecil.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Hartono (2002); Suharli (2007); Monica dan Gupta (2012). Dimana ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut maka hipotesis yang diajukan untuk penelitian ini adalah:

H1: Kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

2.4.2 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Keuntungan perusahaan merupakan faktor pertama yang biasanya menjadi pertimbangan Direksi, walaupun untuk membayar dividen perusahaan rugipun dapat melaksanakannya, karena adanya cadangan dalam bentuk laba ditahan. Namun demikian hubungan antara keuntungan perseroan dengan keputusan dividen masih merupakan suatu hubungan yang vital (Robert, 1997).

Berdasarkan teori *signaling hypothesis*, perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen lebih tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memberikan sinyal-sinyal positif kepada para investor. Profitabilitas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang bagus, sehingga melalui laporan keuangannya para investor akan menanamkan dana atau modalnya ke perusahaan tersebut. Dengan bertambahnya dana yang diperoleh investor tersebut akan membuat pendanaan perusahaan semakin tinggi. Hal ini akan membuat perusahaan mampu memenuhi kewajibannya dalam pembagian dividen. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka peluang perusahaan membagikan dividennya menjadi lebih tinggi.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kania dan Bacon (2005); Savitri (2006) dan Imran (2011). Ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2.4.3 Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

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

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

H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2.4.4 Pengaruh *Collateralizable Assets* Terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan dapat menjelaskan hubungan positif antara *collateralizable assets* dan kebijakan dividen. Darman (2008) mengungkapkan *collateralizable assets* dianggap sebagai proksi aset-aset jaminan untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi.

Wahyudi (2008) mengungkapkan tingginya *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar, sebaliknya semakin rendah *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur sehingga kreditur akan menghalangi perusahaan untuk membiayai dividen dalam jumlah besar kepada pemegang saham karena takut piutang mereka tidak terbayar.

Hal ini sejalan dengan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nugraha (2006); Mahadwarha (2007) serta Wahyudi dan Baidori (2008). Ketiga penelitian tersebut menemukan bahwa *collateralizable assets* memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H4: *Collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

3.1.1 Variabel Penelitian

Variabel merupakan apapun yang membedakan atau membawa variasi (Sekaran, 2006). Variabel-variabel yang dibutuhkan dalam penelitian ini ada lima yang terdiri dari empat variabel independen yaitu Kesempatan Investasi (KI), Profitabilitas (PRO), *Free Cash Flow* (FCF) dan *Collateralizable Assets* (CA) serta satu variabel dependen yaitu Kebijakan Dividen (DPR). Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan sebagai berikut:

3.1.2 Definisi Operasional Variabel

3.1.2.1 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR merupakan perbandingan antara dividen perlembar saham (DPS) dengan laba perlembar saham (EPS) atau merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Secara sistematis DPR dapat dirumuskan sebagai berikut: (Robert Ang, 1997)

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}} \dots\dots\dots(1)$$

3.1.2.2 Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi adalah merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Kesempatan investasi akan diukur dengan menggunakan *Market Price to Book Value* (MBR). Dengan menggunakan rasio tersebut maka kesempatan investasi dirumuskan dengan membandingkan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku (Brigham dan Daves, 2002).

$$\text{MBR} = \frac{\text{Nilai Pasar per Saham}}{\text{Nilai Buku per Saham}} \dots\dots\dots(1)$$

3.1.2.3 Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tersedia bagi pemegang saham. Dalam penelitian ini profitabilitas diukur dengan menggunakan *Earnings per Shares* (EPS). EPS merupakan komponen penting utama yang harus diperhatikan oleh analisis perusahaan. EPS perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan untuk semua pemegang saham. EPS merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan yang diperoleh pemegang saham per lembar saham (Tjiptono dan Hendry, 2001).

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \dots\dots\dots(2)$$

3.1.2.4 Free Cash Flow

Free cash flow (FCF) merupakan dana yang dimiliki perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham (Rosdini, 2009). Dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* manajer dapat menyalahgunakan dengan

berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham, sehingga dana tersebut tidak terbuang percuma. Secara sistematis FCF dapat dirumuskan sebagai berikut: (Pujiastuti, 2008)

$$FCF = \frac{\text{Aset Lancar} - (\text{Depresiasi} + \text{Bunga})}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(3)$$

3.1.2.5 Collateralizable Assets

Collateralizable assets adalah aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan kepada pihak kreditur. *Collateralizable asset* dapat menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditur dan menjadi salah satu sebab tidak dibayarkannya dividen. Upaya untuk mengatasi konflik tergantung dengan seberapa besar perusahaan memberikan jaminan berupa asetnya kepada kreditur. Secara sistematis CA dapat dirumuskan sebagai berikut: (Fauz dan Rosidi, 2007)

$$CA = \frac{\text{Aset Tetap}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(4)$$

Tabel 3.1
Definisi Operasional Variabel

| No | Variabel | Definisi | Indikator | Skala Pengukuran |
|----|-------------------|---|---|------------------|
| 1 | Kebijakan Dividen | Keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau | DPR= <i>dividend per share/earnings per share</i> | Rasio |

| | | | | |
|---|--------------------------------|--|--|-------|
| | | akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang | | |
| 2 | Kesempatan Investasi | Peluang perusahaan untuk menginvestasikan dananya dalam rangka mengembangkan perusahaannya | MBR=nilai pasar per saham/nilai buku per saham | Rasio |
| 3 | Profitabilitas | Kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tersedia bagi pemegang saham | EPS=laba setelah pajak/jumlah saham yang beredar | Rasio |
| 4 | <i>Free Cash Flow</i> | Kas perusahaan yang tidak digunakan untuk modal kerja | FCF=aset lancar-(depresiasi+bunga)/total aset | Rasio |
| 5 | <i>Collateralizable Assets</i> | Aset perusahaan yang dapat digunakan sebagai jaminan kepada pihak kreditor | CA=aset tetap/total aset | Rasio |

Data Sekunder yang diolah, 2015

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dalam periode 2010-2013. Pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang tercatat secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013.
2. Perusahaan yang memiliki informasi keuangan secara lengkap pada periode 2010-2013.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh 125 perusahaan yang memenuhi syarat untuk digunakan sebagai sampel.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan adalah data sekunder dan jenis data yang digunakan adalah *pooling data*. Data sekunder ini diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), serta *annual report* dari *Indonesia Stock Exchange* (IDX) periode tahun 2010-2013.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi yaitu dengan cara mencatat atau mendokumentasikan data yang tercantum pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *annual report* pada *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Pengumpulan data dimulai dengan tahap penelitian pendahulu yaitu melakukan studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku dan bacaan-bacaan lain yang berhubungan dengan pokok bahasan dalam penelitian ini. Pada tahap ini juga dilakukan pengkajian data yang dibutuhkan, ketersediaan data, cara memperoleh data dan gambaran cara memperoleh data. Tahapan selanjutnya adalah penelitian untuk mengumpulkan keseluruhan data yang dibutuhkan guna menjawab persoalan penelitian, memperbanyak *literature* untuk menunjang data kuantitatif yang diperoleh.

3.5 Metode Analisis

3.5.1 Analisis Statistika Deskriptif

Analisis deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan atau menggambarkan data terkait penelitian yang telah dikumpulkan dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, maksimum dan minimum. Dengan demikian, analisis ini berguna untuk memberi gambaran tentang tingkat kebijakan dividen, kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow* dan *colletaralizable assets* dilihat dari nilai rata-rata, standar deviasi, maksimum dan minimum.

3.5.2 Pengujian Asumsi

Dalam penelitian ini hanya dilakukan pengujian asumsi multikolinearitas dan heteroskedastisitas karena analisa yang digunakan adalah model tobit (Monica dan Gupta, 2012).

3.5.2.1 Uji Multikolinearitas

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

Multikolinearitas muncul jika diantara variabel independen memiliki korelasi yang tinggi dan membuat kita sulit untuk memisahkan efek suatu variabel independen terhadap variabel dependen dari efek variabel lainnya. Hal ini disebabkan perubahan suatu variabel akan menyebabkan perubahan variabel pasangannya karena korelasi yang tinggi.

Beberapa indikator dalam mendeteksi adanya multikolinearitas, diantaranya (Gujarati, 2006) :

- Nilai R² yang terlampau tinggi, (lebih dari 0,8) tetapi tidak ada atau sedikit t-statistik yang signifikan.
- Nilai F-statistik yang signifikan, namun t-statistik dari masing –masing variabel bebas tidak signifikan.

Untuk menguji masalah multikolinieritas dapat melihat matriks korelasi dari variabel bebas, jika terjadi koefisien korelasi lebih dari 0,8 maka terdapat multikolinieritas (Gujarati, 2006).

3.5.2.2 Uji Heteroskedastisitas

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

Dalam penelitian ini menggunakan uji *white* dalam melakukan uji heteroskedastisitas. Uji *white* dilakukan dengan meregresikan residual kuadrat sebagai variabel dependen dengan variabel dependen ditambah dengan kuadrat variabel independen, kemudian ditambahkan lagi dengan perkalian dua variabel independen. Prosedur pengujian dilakukan dengan hipotesis sebagai berikut :

H₀ : Tidak ada heteroskedastisitas

H₁ : Ada heteroskedastisitas

Jika $\alpha = 5\%$, maka tolak H₀ jika $obs * R\text{-square} > X^2$ atau $P\text{-value} < \alpha$.

3.5.3 Analisis Regresi Tobit

Penelitian ini menggunakan analisis regresi tobit dengan menggunakan program *Excel* dan program *Eviews 7*. Regresi tobit digunakan karena data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data yang *censored*, yaitu nilai variabel dependen, yaitu kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) dibatasi dan hanya boleh berkisar antara 0 dan 100 (persentase pembayaran dividen maksimal 100%). Jika metode *ordinary least square* (OLS) digunakan dengan data tersebut, maka hasil regresi akan menjadi bias dan tidak konsisten.

Sejauh ini terkait dengan keputusan dividen, perusahaan hanya memiliki dua pilihan yaitu membayar dividen atau tidak membayar dividen. Akibatnya, variabel dependen yang diamati yang diamati (dividen) menunjukkan suatu pola khusus karena hanya memiliki dua hasil. Hasil tersebut adalah bernilai nol atau positif. Dividen tidak akan pernah bernilai negatif. Oleh karena itu, *ordinary least square* (OLS) bukan merupakan metode yang tepat untuk menganalisis pembayaran dividen karena sifat dari variabel dependen tersebut. Dari alasan tersebut, maka lebih baik untuk menerapkan regresi tobit (Kim dan Maddala, 1992).

Model tobit juga bertujuan untuk menemukan nilai terbaik dari masing-masing koefisien. Bila koefisien suatu variabel ternyata positif maka probabilitas untuk membayar dividen akan positif. Hal ini berarti semakin tinggi nilai koefisien variabel tersebut akan berkaitan dengan semakin tinggi probabilitas untuk membayar dividen. Sebaliknya bila koefisien suatu variabel ternyata negatif maka probabilitas untuk membayar dividen juga negatif. Hal ini berarti semakin

rendah nilai koefisien variabel tersebut akan berkaitan dengan semakin rendah probabilitas untuk membayar dividen, atau dengan kata lain makin tinggi resiko untuk tidak membayar dividen.

Secara sistematis dalam penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut:

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

Dimana :

Y : Kebijakan dividen

β_0 : *intercept*

X_1 : Kesempatan investasi (KI)

X_2 : Profitabilitas (PRO)

X_3 : *Free Cash Flow* (FCF)

X_4 : *Collateralizable Assets* (CA)

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi

ε : Standar error

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

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

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

3.6 Pengujian Signifikansi Parameter

Pengujian ini dapat menunjukkan pengaruh masing-masing variabel independen secara parsial terhadap variabel dependen. Bila $\text{sig.} < 0,05$ berarti terdapat pengaruh signifikan variabel independen terhadap variabel dependen. Bila nilai $\text{sig.} > 0,05$ berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen terhadap variabel dependen.