

ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, *LEVERAGE* DAN *EARNING PER SHARE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR TAHUN 2008-2011

Gatot Herwidodo

Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas Dian Nuswantoro Semarang

gatotherwidodo@yahoo.co.id

ABSTRACT

Investors need information on the work of company to evaluate of the economic decisions which has been taken, so that investors can expect a dividend policy will be made of the company, and will have an impact on the distribution of dividends to be received. This research was conducted to examine the effect of variable *Free Cash Flow* (FCF), *Profitability* (ROA), *Liquidity* (CR), *Leverage* (DER) and *Earning Per Share* (EPS) of the *Dividend Policy* (DPR) on the manufacturing companies listed on the Stock Exchange Indonesia from 2008-2011.

Population of this study number of 146 manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange the period 2008-2011. The sampling technique used was *purposive sampling* criteria: (1) Manufacturing Company listed on the Indonesia Stock Exchange and publish financial statements for a period of consecutive study years 2008-2011, (2) There is information about *Free Cash Flow*, *Profitability*, *Liquidity*, *Leverage* and *Earning Per Share* set forth in the financial statements, (3) the Company consistently pay dividends in a row during the period 2008-2011, (4) value of the variable in the *Free Cash Flow* (FCF) should be positive, because if it is negative no cash flow that can be used by the company. Data obtained from the *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) for three consecutive years and the financial statements as of 31 December 2008 to 2011 from each of their respective companies. Number of samples acquired 21 companies. The analysis method used is the method of multiple regression and hypothesis testing using t statistical test for testing the partial regression coefficients and F statistical tests to examine the effect simultaneously with a confidence level of 5%.

The results showed that the *Leverage* (DER) a significant effect on *Dividend Policy* (DPR). Other variables in this study, the *Free Cash Flow* (FCF), *Profitability* (ROA), *Liquidity* (CR) and *Earning Per Share* (EPS) had no significant effect *Dividend Policy* (DPR). The authors suggested that the investors in the Indonesia Stock Exchange in order to give more attention to the information released by the company in making their investment decisions.

Keywords : *free cash flow, profitability, liquidity, leverage, earning per share, and dividend policy.*

PENDAHULUAN

Investor menginvestasikan dananya dengan tujuan untuk memperoleh return tanpa mengabaikan resiko yang dihadapi. *Retrun* (tingkat pengembalian) tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun dividen, untuk investasi pada saham, dan pendapatan bunga, untuk investasi pada surat hutang. *Retrun* tersebut menjadi indikator untuk meningkatkan *wealth* dari para investor termasuk di dalamnya para pemegang saham. Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan *wealth* pemegang saham, Suharli (2004) dalam Arilaha (2009).

Kebijakan dividen suatu perusahaan melibatkan dua kepentingan yang saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham yang mengharapkan dividen dengan kepentingan perusahaan terhadap laba ditahan. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh adanya konflik keagenan. Konflik ini terjadi dalam perusahaan-perusahaan yang *listing* di BEI telah melakukan pemisahan antara pemilik perusahaan dengan pihak pengelola perusahaan. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan. Para investor biasanya lebih senang membayar dengan harga yang lebih tinggi bagi saham yang akan dapat memberikan dividen yang lebih tinggi. Sehingga pembayaran dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan (Arilaha, 2009).

Penelitian ini menguji beberapa variabel yang mempengaruhi kebijakan

dividen, yaitu *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas, *leverage* dan *earning per share*. Menurut Sartono (1994) pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin kuat kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Penelitian *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia telah dilakukan oleh Arilaha (2009) yang menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian Fauz dan Rosidi (2007) menemukan bahwa *free cash flow* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas perusahaan adalah salah satu cara untuk menilai secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini, salah satunya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen. Hal ini karena perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungannya, semakin besar dividennya. Penelitian Arilaha (2009) menunjukkan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian Mehta (2012) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sumiadji (2011) menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap DPR. Kadir (2010) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan

terhadap *Dividend Payout Ratio*. Marlina dan Danica (2009) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh signifikan terhadap DPR. Sedangkan hasil penelitian Soesetio (2008) menemukan bahwa ROA atau profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen atau DPR.

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan mendanai kewajiban jangka pendeknya. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik maka kemungkinan pembayaran dividen lebih baik pula. Likuiditas perusahaan dalam penelitian Arilaha (2009) tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian Suharli (2007) menunjukkan bahwa CR sebagai variabel penguat berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Soesetio (2008) menunjukkan bahwa *Cash Ratio* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Penelitian Kadir (2010) menunjukkan bahwa likuiditas tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sumiadji (2011) menunjukkan bahwa CR berpengaruh terhadap DPR. Sedangkan Mehta (2012) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Leverage adalah penggunaan asset dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan pemegang saham. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang yang lebih besar seharusnya membagikan lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Arilaha (2009)

menyatakan bahwa *leverage* perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Fauz dan Rosidi (2007) menemukan bahwa kebijakan utang menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dewi (2008) menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Soesetio (2008) menemukan bahwa DER secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Marlina dan Danica (2009) menunjukkan bahwa DER tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR. Kadir (2010) menunjukkan bahwa DER mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR. Sumiadji (2011) menemukan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap DPR. Sedangkan Mehta (2012) menunjukkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pendapatan per lembar saham (*earning per share*) merupakan total keuntungan yang diperoleh investor untuk setiap sahamnya. Total keuntungan tersebut diukur dari rasio antara laba bersih sebelum pajak (*earning after tax-EAT*) terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*). Laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas/minoritas (*preffered stock*). Semakin besar *earning after tax* maka pendapatan dividen kas per lembar saham (*cash dividend per share*) yang akan diterima oleh para pemegang saham biasa (*common stock*) juga semakin besar. Hal tersebut dengan asumsi jika dividen bagi para pemegang saham minoritas dan jumlah saham yang beredar (saham biasa) relatif tetap (Sunarto dan Kartika, 2003). Penelitian Sunarto dan Kartika (2003) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh sangat signifikan terhadap kebijakan

dividen. Sedangkan penelitian Sumiadji (2011) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh terhadap DPR. Dan dalam penelitian Mehta (2012) menunjukkan bahwa EPS berpengaruh negatif terhadap DPR.

Penelitian ini memiliki persamaan dengan penelitian Arilaha (2009), yaitu sama-sama mengambil sampel pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan variabel dependen Kebijakan Dividen dan variabel independen *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage*. Perusahaan manufaktur diambil sebagai objek penelitian, karena perusahaan tersebut merupakan jenis perusahaan terbesar di BEI. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Arilaha (2009), yaitu penelitian ini menambahkan satu variabel lagi, yaitu *Earning Per Share* dan menggunakan data terbaru tahun 2008-2011, sedangkan penelitian Arilaha (2009) menggunakan data tahun 2004-2007. Variabel *Earning Per Share* digunakan dalam penelitian ini, karena dengan melihat dari tiga penelitian terdahulu yang sudah dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003), Sumiadji (2011), dan Mehta (2012) menunjukkan dua di antaranya bahwa *Earning Per Share* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen, sehingga sangat memungkinkan untuk digunakan kembali dalam penelitian ini. Penelitian ini bertujuan : (1) Untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, (2) Untuk mengetahui pengaruh Profitabilitas terhadap kebijakan dividen

a. *Free Cash Flow*

Arus kas bebas (*free cash flow*) adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan

pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, (3) Untuk mengetahui pengaruh Likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, (4) Untuk mengetahui pengaruh *Leverage* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, (5) Untuk mengetahui pengaruh *Earning per share* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Hubungan agen muncul ketika satu orang individu atau lebih yang disebut pemilik (*principals*) mempekerjakan individu lain atau organisasi yang disebut agen untuk melaksanakan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan otorisasi pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Brigham dan Houston, 2001). Teori agensi juga mendasarkan pemikirannya ketika adanya perbedaan informasi antara atasan dan bawahan, antara kantor pusat dan kantor cabang, atau adanya asimetri informasi yang mempengaruhi penggunaan sistem akuntansi (Ikhsan dan Ishak, 2005).

Dari sudut pandang teori agensi, prinsipal (pemilik atau manajemen puncak) membawahi agen (karyawan atau manajer yang lebih rendah) untuk melaksanakan kinerja yang efisien. Teori ini mengasumsikan kinerja yang efisien dan bahwa kinerja organisasi ditentukan oleh usaha dan pengaruh kondisi lingkungan. Teori ini secara umum mengasumsikan bahwa prinsipal bersikap netral terhadap risiko, sementara agen bersikap menolak usaha dan resiko (Ikhsan dan Ishak, 2005).

pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang

berjalan.. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan mereka menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas mereka (Brigham dan Houston, 2006).

b. Profitabilitas

Riyanto (2001), mengatakan rasio profitabilitas yaitu rasio yang menunjukkan hasil akhir dari sejumlah kebijaksanaan dan keputusan-keputusan. Menurut Sartono (1995), rasio profitabilitas ini untuk mengukur efisiensi manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dengan penjualan maupun investasi (Arilaha, 2009).

Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pengambilan dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu semakin besar rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor (Arilaha, 2009).

Rasio probabilitas adalah jenis rasio yang menakar seberapa besar kemampuan mencetak laba. Rasio probabilitas bisa diketahui dari dua komponen, yaitu rasio imbal hasil atas modal disetor (*Retrun on Equity/ROE*) dan rasio imbal hasil atas asset (*Return on Asset/ROA/ROI*). Dalam penelitian ini, rasio yang digunakan adalah ROA. ROA adalah rasio antara laba setelah pajak dengan total aktiva, untuk mengukur tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi. Menghitung ROA dengan membagi antara laba setelah pajak dengan total aktiva dengan alasan karena investasi dibiayai dengan modal saham dan utang (Sartono, 2009).

c. Likuiditas

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Oleh karena itu perusahaan yang mempunyai likuiditas yang baik maka kemungkinan pembayaran dividen lebih baik pula (Arilaha, 2009). Masalah likuiditas adalah berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi. Jumlah alat-alat pembayaran (alat-alat likuid) yang dimiliki oleh perusahaan pada suatu saat tertentu merupakan “kekuatan membayar” *zahlungskraf* dari perusahaan yang bersangkutan. Suatu perusahaan yang mempunyai “kekuatan membayar” belum tentu dapat memenuhi segala kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi, atau dengan kata lain perusahaan belum tentu mempunyai “kemampuan membayar” atau disebut dengan *zahlungsfahigkeit* (Riyanto, 2001).

d. Leverage

Leverage adalah penggunaan asset dan sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham (Sartono, 1995). Konsep *operating* dan *financial leverage* adalah bermanfaat untuk menganalisis, perencanaan dan pengendalian keuangan.

Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Hutang jangka

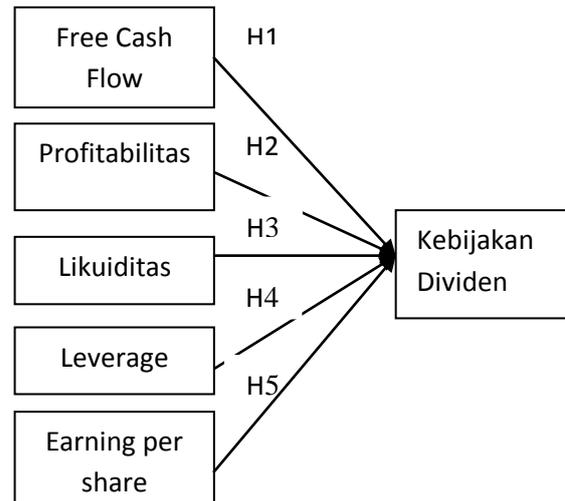
panjang diikat oleh sebuah perjanjian hutang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian saham beredar, dan penambahan hutang untuk menjamin pembayaran pokok hutang dan bunga. Untuk itu makin tinggi rasio utang/ekuitas, pembayaran dividen akan semakin kecil (Arilaha, 2009).

e. *Earning per share*

Earning Per Share merupakan total keuntungan yang diperoleh investor untuk setiap lembar sahamnya. Total keuntungan tersebut diukur dari rasio antara laba bersih sebelum pajak (*earning after tax-EAT*) terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*). Laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas/minoritas (*preffered stock*). Semakin besar *earning after tax* maka pendapatan dividen kas per lembar saham (*cash dividend per share*) yang akan diterima oleh para pemegang saham biasa (*common stock*) juga semakin besar.

Earning per share yang sama besarnya pada berbagai pertimbangan pembelanjaan (*financing mix*) dinamakan *Indifference Point* atau *Break-even point* (Riyanto, 2008).

Berdasarkan uraian di atas, maka kerangka teoritis dapat digambarkan sebagai berikut :



GAMBAR 1
Kerangka Konseptual

Hipotesis Penelitian :

- H1** : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- H2** : Profitabilitas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- H3** : Likuiditas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- H4** : *Leverage* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- H5** : *Earning Per Share* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2008-2011. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, yakni populasi yang akan dijadikan sampel penelitian adalah populasi yang memenuhi kriteria sampel tertentu Adapun kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mempublikasikan laporan keuangan selama periode waktu penelitian berturut-turut tahun 2008-2011, (2) Terdapat informasi mengenai *Free Cash Flow*, Profitabilitas,

Likuiditas, *Leverage* dan *Earning per share* yang tercantum di dalam laporan keuangan, (3) Perusahaan konsisten membagikan dividen berturut-turut selama periode 2008-2011, (4) Nilai variabel pada *Free Cash Flow* (FCF) harus bernilai positif, karena bila bernilai negatif maka tidak ada arus kas yang bisa digunakan oleh perusahaan.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah bersifat data kuantitatif. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD) selama empat tahun berturut-turut dan laporan keuangan per 31 Desember 2008-2011 dari setiap masing-masing perusahaan. Objek penelitian adalah perusahaan dengan bidang usaha manufaktur yang sahamnya terdaftar di BEI periode tahun 2008-2011.

VARIABEL PENELITIAN DAN DEFINISI OPERASIONAL

Variabel Independen

Dalam penelitian ini pengukuran variabel independen terdiri dari beberapa variabel, yaitu:

1. *Free Cash Flow* merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang dimiliki *net present value* positif. Variabel ini menggunakan formulasi sebagai berikut (Guinan, 2010) :

$$FCF = \text{Arus Kas Operasi} - \text{Pengeluaran Modal}$$

2. Profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Variabel ini diukur dengan *Return On Assets* (ROA), dengan formulasi sebagai berikut (Sartono, 2009) :

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

3. Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Variabel ini diukur dengan *Current Ratio*, dengan formulasi sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2001) :

$$CurrentRatio = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{kewajiban lancar}}$$

4. *Ratio Leverage* merupakan rasio yang menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang dengan jumlah modal sendiri. Variabel ini diukur dengan *Debt Equity Ratio* (DER), dengan formulasi sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2001) :

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total aktiva}}$$

5. *Earning per share* merupakan total keuntungan atau laba yang untuk setiap lembar saham. Variabel ini menggunakan formulasi sebagai berikut (Sartono, 2009) :

$$EPS = \frac{\text{laba bersih}}{\text{jumlah saham}}$$

Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah Kebijakan dividen. Kebijakan Dividen adalah keputusan manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen tunai yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Variabel ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), formulasinya sebagai berikut (Sartono, 2009) :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

METODE ANALISIS

Hipotesis yang dikembangkan dalam penelitian ini diuji dengan model regresi linier berganda. Rumus yang digunakan dalam penelitian ini diilustrasikan sebagai berikut (Ghozali, 2011) :

$$\text{DPR} = b_0 + b_1\text{FCF} + b_2\text{ROA} + b_3\text{CR} + b_4\text{DER} + b_5\text{EPS} + e$$

Keterangan :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

FCF : *Free Cash Flow*

ROA : *Return On Assets*

CR : *Current Ratio*

DER : *Debt to Equity Ratio*

EPS : *Earning per share*

b_0 : Konstanta

b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 : Koefisien regresi

e : error

HASIL PENELITIAN

UJI ASUMSI KLASIK

Uji Multikolinieritas

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa nilai *tolerance* dari setiap variabel bebas memiliki nilai lebih dari 0,1 dan nilai VIF dari setiap variabel bebas memiliki nilai kurang dari 10. Jadi, dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi antar variabel bebas, sehingga model regresi tidak terjadi multikolinieritas.

Uji Autokorelasi

Menunjukkan nilai Durbin Watson sebesar 1,992 terletak di antara ($du = 1,774$ dan $4-du = 2,226$). Hal ini berarti model regresi dengan *Dividend Payout Ratio* sebagai variabel dependen berada di daerah bebas autokorelasi. Jadi, model regresi ini bisa dikatakan tidak ada masalah dengan autokorelasi.

Uji Heteroskedastisitas

Menunjukkan bahwa model regresi bebas dari masalah heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari nilai signifikansi variabel independen (*Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan *Earning Per Share*) lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05.

Uji Normalitas

Menunjukkan bahwa data berdistribusi normal. Hal ini ditunjukkan dengan nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 1,344 dan nilai *asymptotic significance* sebesar 0,054 lebih besar dari 0,05 atau 5%.

ANALISIS REGRESI BERGANDA

Berdasarkan tabel di atas, dapat diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut :

$$\text{DPR} = 1,187 - 0,041\text{FCF} - 0,867\text{ROA} - 0,047\text{CR} - 0,836\text{DER} - 2,584 \cdot 10^{-6}\text{EPS}$$

Jadi, dapat disimpulkan bahwa semua variabel independen dalam penelitian ini memiliki pengaruh ke arah negatif terhadap Kebijakan Dividen.

UJI HIPOTESIS

Koefisien Determinasi

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui hasil perhitungan diperoleh nilai adjusted R^2 sebesar 0,150 atau 15%. Berarti *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan *earning per share* dapat menjelaskan sebesar 15% terhadap kebijakan dividen. Sedangkan sisanya sebesar 85% dijelaskan faktor-faktor lain di luar model regresi dalam penelitian ini.

Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F)

Menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 3,940 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,003 lebih kecil dari 0,05. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa secara simultan atau bersama-sama variabel independen yaitu *Free Cash Flow* (FCF), Profitabilitas (ROA), Likuiditas (CR), *Leverage* (DER), dan *Earning Per Share* (EPS) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel

dependen yaitu Kebijakan Dividen (DPR).

Uji Signifikan Parameter Individual (Uji Statistik t)

Menurut Ghozali (2011) uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen. Hasil uji t dapat dilihat pada Tabel 10, sebagai berikut :

Berdasarkan tabel di atas, dapat diketahui bahwa pada uji t antara *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar -1,504 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,137 lebih besar dari 0,05, maka H ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen secara parsial. Jadi, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis Pertama (H1) ditolak**.

Pada uji t antara Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar -1,644 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,104 lebih besar dari 0,05, maka H ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen secara parsial. Jadi, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis Kedua (H2) ditolak**.

Pada uji t antara Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar -1,711 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,091 lebih besar dari 0,05, maka H ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen secara parsial. Jadi, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis Ketiga (H3) ditolak**.

Pada uji t antara *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar -2,142 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,035 lebih kecil dari 0,05, maka H diterima. Sehingga dapat dikatakan bahwa ada pengaruh yang signifikan antara *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen secara parsial. Jadi, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis Keempat (H4) diterima**.

Pada uji t antara *Earning Per Share* terhadap Kebijakan Dividen diperoleh nilai t hitung sebesar -0,231 dan nilai probabilitas signifikansi sebesar 0,818 lebih besar dari 0,05, maka H ditolak. Sehingga dapat dikatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara *Earning Per Share* terhadap Kebijakan Dividen secara parsial. Jadi, dapat disimpulkan bahwa **Hipotesis Kelima (H5) ditolak**.

PEMBAHASAN HASIL

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Variabel *Free Cash Flow* (FCF) memiliki nilai signifikansi 0,137. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Hatta (2002), Fauz dan Rosidi (2007), dan Arilaha (2009) yang juga menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa besar kecilnya *free cash flow* tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen. Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan membagikan dividen sedangkan kondisi *free cash flow* tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Variabel Profitabilitas (ROA) memiliki nilai signifikansi 0,104. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sunarto dan Kartika (2003), Damayanti dan Achyani (2006), Sumiadji (2011), dan Mehta (2012) yang juga menunjukkan bahwa profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Soesetio (2008), Dewi (2008), Arilaha (2009), Marlina dan Danica (2009) serta Kadir (2010) yang menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Adanya pengaruh tersebut menunjukkan bahwa besar kecilnya laba perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Jika perusahaan mengumumkan peningkatan dividen, maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan akan datang relatif baik dan sebaliknya.

Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Variabel Likuiditas (CR) memiliki nilai signifikansi 0,091. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa likuiditas (CR) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Sunarto dan Kartika (2003), Damayanti dan Achyani (2006), Arilaha (2009), Kadir (2010), dan Mehta (2012) yang juga menunjukkan bahwa likuiditas (CR) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Soesetio

(2008), dan Sumiadji (2011) yang menunjukkan bahwa likuiditas (CR) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Hasil analisis menunjukkan bahwa tinggi rendahnya likuiditas perusahaan tidak berarti mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen. Untuk itu, perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik tidak berarti pembayaran dividen lebih baik pula.

Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Variabel *Leverage* (DER) memiliki nilai signifikansi 0,035. Nilai tersebut lebih kecil dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa *leverage* (DER) berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2007), Dewi (2008), dan Kadir (2010) yang juga menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003), Soesetio (2008), Arilaha (2009), Marlina dan Danica (2009), Sumiadji (2011) dan Mehta (2012) yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. DER merupakan rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi total kewajibannya dengan modal yang dimilikinya. Ketika perusahaan harus memenuhi kewajibannya, maka perusahaan tidak akan membagikan dividennya. Dalam hal ini, konflik kepentingan mungkin terjadi antara *debtholders* dan pemegang saham. Perusahaan mempunyai kepentingan untuk

membayar hutang kepada *debtholders* dan membayar dividen kepada pemegang saham. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi hutang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

Pengaruh *Earning Per Share* terhadap Kebijakan Dividen

Variabel *Earning Per Share* (EPS) memiliki nilai signifikansi 0,818. Nilai tersebut lebih besar dari 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa *earning per share* (EPS) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Mehta (2012) yang juga menunjukkan bahwa *earning per share* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003), dan Sumiadji (2011) yang menunjukkan bahwa *earning per share* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini berlawanan dengan teori, karena seharusnya jika perusahaan memiliki tingkat keuntungan bersih yang tinggi maka kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen juga tinggi. Akan tetapi, perusahaan mungkin saja tidak membagikan dividen tinggi karena alasan-alasan tertentu seperti rencana ekspansi investasi atau perluasan perusahaan. Terbukanya kesempatan investasi akan mengakibatkan semakin kecilnya dividen yang dibayarkan, karena dana lebih banyak digunakan untuk investasi. Dengan demikian, semakin pesat perluasan yang

dilakukan, semakin kecil *dividend payout ratio* yang akan dibayarkan.

KESIMPULAN

1. Hasil koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, dan *Earning Per Share* hanya dapat menjelaskan sebesar 15% terhadap variasi Kebijakan Dividen. Sedangkan sisanya sebesar 85% dapat dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model regresi.
2. Hasil uji statistik F menunjukkan bahwa secara simultan atau bersama-sama variabel independen yaitu *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, dan *Earning Per Share* berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen.
3. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Earning Per Share* masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Sedangkan untuk variabel *Leverage* berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen.

KETERBATASAN

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut :

1. Sampel perusahaan yang digunakan hanya satu jenis yaitu perusahaan manufaktur saja sehingga tidak dapat dibandingkan dengan jenis industri lainnya.
2. Periode waktu yang terbatas, dimana dalam penelitian ini hanya terdiri dari empat periode yaitu tahun 2008, 2009, 2010, dan 2011.
3. Kelima variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya dapat menjelaskan variasi kebijakan dividen sebesar 15%,

dilihat dari Koefisien Determinasi. Sehingga menunjukkan banyak variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

4. Rasio keuangan yang digunakan, misal untuk mengukur likuiditas hanya menggunakan satu rasio saja, yaitu *Current Ratio*, padahal masih banyak metode lain yang mungkin lebih berpengaruh terhadap luas variabel dependen.

SARAN

1. Jenis perusahaan yang dijadikan yang sampel sebaiknya semua jenis perusahaan berdasarkan Surat Edaran Ketua BAPEPAM No.02/PM/2002.
2. Periode penelitian diharapkan diperpanjang guna lebih mencerminkan hasil penelitian.
3. Dari hasil penelitian, kontribusi variabel-variabel independen hanya sebesar 15%. Hal ini, menunjukkan masih banyaknya variabel bebas yang dapat menjelaskan variasi kebijakan dividen. Oleh karena itu, disarankan untuk penelitian selanjutnya agar menambahkan variabel bebas seperti ukuran perusahaan, rasio aktivitas, kepemilikan manajerial, pertumbuhan perusahaan, investasi, dll.
4. Pada peneltian selanjutnya diharapkan memperluas metode pengukuran, sehingga dapat dibandingkan antara satu metode dengan metode lainnya. Misalnya rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur likuiditas ada beberapa macam yaitu *Current Ratio*, *Cash Ratio*, *Quick Ratio*, dan *Working Capital to Total Assets Ratio*.

DAFTAR PUSTAKA

- Arilaha, Muhammad Asril. 2009. "Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol.13, No.1.
- Brigham, F. Eugene dan Joel, F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Erlangga: Jakarta.
- Brigham, F. Eugene dan Joel, F. Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Sepuluh. Salemba Empat: Jakarta.
- Damayanti, Susana dan Fatchan Achyani. 2006. "Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.5, No.1.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol.10, No.1.
- Fauz, Achmad dan Rosidi. 2007. "Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, dan *Collateral Asset* terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol.8, No.2.

- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Badan Penerbit UNDIP: Semarang.
- Guinan, Jack. 2010. *Investopedia : Cara Mudah Memahami Istilah Investasi*.
- Hatta, Atika Jauhari. 2002. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder". *JAAI*. Vol.6, No.2.
- Ikhsan, Arfan dan Muhammad Ishak. 2005. *Akuntansi Keperilakuan*. Salemba Empat: Jakarta.
- Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Kadir, Abdul. 2010. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan *Credit Agencies Go Public* di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen dan Akuntansi*. Vol.11, No.1.
- Marlina, Lisa dan Clara Danica. 2009. "Analisis Pengaruh *Cash Position, Debt to Equity Ratio*, dan *Return on Asset* terhadap *Dividend Payou Ratio*". *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol.2, No.1.
- Mehta, Anupam. 2012. "An Empirical Analycis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Company". *Global Review of Accounting and Finance*. Vol.3, No.1.
- Munawir, S. 2001. *Analisis Laporan Keuangan*. Liberty-Yogya: Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Cetakan ketujuh. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Riyanto, Bambang. 2008. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi Keempat. Cetakan kedelapan. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Rosdini, Dini. 2009. "Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*". *Working Paper in Accounting and Finance*.
- Sartono, Agus. 1994. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Kedua. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Sartono, Agus. 1995. *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan*. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Sartono. 2009. *Investor, Investasi dan Pasar Modal dalam Pendekatan Teori dan Implementasi*. Badan Penerbit UNDIP: Semarang.
- Suharli, Michell. 2007. "Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003)". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.9, No.1.
- Sumiadji. 2011. "Analisis Variabel yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen". *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol.3, No.2.
- Sunarto dan Andi Kartika. 2003. "Analisis Faktor-Faktor yang

Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta”. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*. Vol.10, No.1.

Soesetio, Yuli. 2008. “Pengaruh Perubahan *Return on Assets*,

Perubahan *Debt to Equity Ratio* dan Perubahan *Cash Ratio* terhadap Perubahan *Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Ekonomi Modernisasi*. Vol.4. No.1.

www.google.com