

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN SEKTOR MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI PT BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2007-2011

Ita Lopolusi

Fakultas Bisnis dan Ekonomika Universitas Surabaya

email: ita_gurami@yahoo.com

Abstract

This study aims to analyze the factors that affect dividend policy. The variables used are profitability, liquidity, size, debt, growth, and free cash flow. This study uses a quantitative approach to linear regression analysis method. This study used a sample of manufacturing firms that distribute dividends in the period 2007-2011 are listed on the Indonesia Stock Exchange. The results showed that the variables are not significantly negatively affect profitability on dividend policy. Variables significant negative liquidity effect on dividend policy. Variables significant negative effect size on dividend policy. Variables significant negative effect of debt on dividend policy. Growth variable is not significant negative influence on dividend policy. Variable free cash flow is not a significant negative effect on dividend policy.

Keywords: Dividend Policy, Profitability, Liquidity, Size, Debt, Growth, and Free Cash Flow

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Variabel yang digunakan adalah profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan metode analisis linier berganda. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang membagikan dividen pada periode 2007-2011 yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel ukuran berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel utang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel pertumbuhan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci : Kebijakan Dividen, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran, Utang, Pertumbuhan, dan *Free Cash Flow*

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang sulit dilakukan karena pihak manajemen perlu menentukan apakah laba yang diperoleh badan usaha akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Namun, manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan yang dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian perlu bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

Dalam menentukan pembagian dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen itu sendiri. Setyawan (1995) mengelompokkan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menjadi dua yaitu faktor internal berupa tingkat laba, kemampuan untuk meminjam serta faktor eksternal antara lain pajak atas dividen, pajak atas capital gain, akses ke pasar modal dan perundang-undangan.

Jumlah dividen yang dibagikan oleh beberapa sektor selama tahun 2007 sampai dengan tahun 2011 dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1
Data Dividen Berbagai Sektor Yang Terdapat di Bursa Efek Indonesia (BEI) Pada Tahun 2007 – 2011 (dalam jutaan rupiah)

Sector	2007	2008	2009	2010	2011	Average	Rata-rata per badan usaha
Agriculture	986	1,960	2,781	1,876	1,924	1,905	1170
Farm	1,915	1,617	835	4,041	3,589	2,399	1629
Mining	6,994	16,042	2,869	2,086	5,611	6,720	2736
Construction	665	3,752	6,034	8,232	8,019	5,340	3148
Manufacture	9,432	8,542	12,459	10,212	12,878	10,705	1430
Transportation service	1,527	1,749	1,874	1,966	1,135	1,650	926
Telecommunication	855	730	895	852	588	784	588
Wholesale	965	797	830	841	981	883	303
Hotel	120	136	188	205	275	185	35
Holding	261	191	342	106	102	200	291
Other	670	1,037	515	565	744	706	200

Sumber : Laporan Keuangan IDX 2007 – 2011 (diolah)

Berdasarkan Tabel 1 rata-rata dividen yang dibagikan oleh beberapa sektor, sektor manufaktur merupakan sektor yang memiliki kemampuan memberikan dividen secara rata-rata pada tahun 2007 – 2011 yang paling besar dibandingkan dengan sektor-sektor yang lain. Namun, jika dilihat dari rata-rata badan usaha, sektor manufaktur berada pada urutan keempat. Hal itu disebabkan karena sektor manufaktur merupakan sektor terbesar di Indonesia dan juga disebabkan karena sektor manufaktur memiliki badan usaha terbanyak di Indonesia. Alasan tidak memilih sektor *FARM* karena sektor *FARM* merupakan sektor yang dividennya bersifat fluktuatif. Alasan tidak memilih sektor *CONSTRUCTION* yaitu jumlah badan usaha yang terdapat pada sektor *CONSTRUCTION* sangat sedikit, jumlah badan usaha pada sektor *CONSTRUCTION* yang secara konsisten membagikan dividen per emiten berbagai sektor pada tahun 2007-2011 hanya 3 badan usaha. Sektor *MINING* tidak dipilih dalam penelitian karena

jumlah badan usaha yang terdapat dalam sektor *MINING* jumlahnya sangat sedikit, terdapat 9 badan usaha pada sektor *MINING* yang secara konsisten membagikan dividen per emiten berbagai sektor pada tahun 2007-2011.

Tabel 2
Penelitian Terdahulu

Variabel	Juma'h	Gupta	Deshmukh	Utami	Mohamed	Rosdini
Profitability	+	Tidak signifikan		Tidak signifikan	+	
Liquidity	+	+			+	
Expansion and investment	- (Signifikan)					
Investor's perception	Tidak signifikan					
Companies' risk	Tidak signifikan			Tidak signifikan		
Companies' size	+			Tidak signifikan		
Leverage		- (Signifikan)		+		
Ownership structure		Tidak signifikan				
Growth		Tidak signifikan	- (Signifikan)	Tidak signifikan		
Kepemilikan manajerial			Tidak signifikan			
Jumlah analis			- (Signifikan)			
Arus kas			+	- (Signifikan)		+
			(Signifikan)			(Signifikan)

Sumber: Juma'h (2008), Gupta (2010), Deskmukh (2005), Utami (2011), Mohamed (2010), Rosdini (2009),

Atas dasar perbedaan hasil penelitian yang terdapat pada tabel 2 tersebut, maka perlu dilakukan penelitian lebih lanjut yang didukung oleh teori yang mendasari. Dari kedua belas variabel yang terdapat pada tabel 2, terdapat empat variabel yang berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dan delapan variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dimana variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, yaitu *profitability*, *liquidity*, *expansion and investment*, *companies' size*, *leverage*, *growth*, jumlah analis, dan arus kas. Penelitian lebih lanjut dilakukan hanya untuk variabel yang berpengaruh signifikan pada minimal salah satu rujukan penelitian terhadap kebijakan dividen sedangkan untuk variabel yang berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen tidak dipakai. Namun, untuk variabel *expansion and investment* yang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen tidak digunakan. Hal ini dikarenakan variabel *expansion and investment* diukur dengan menggunakan *research and development to net income*, dimana tidak semua perusahaan menggunakan *research and development*. Sama halnya dengan variabel jumlah analis yang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, namun variabel tersebut tidak digunakan. Hal ini dikarenakan data mengenai jumlah analis suatu perusahaan tidak tersedia.

Tabel 3
Data Rata-Rata Dividen, Profitabilitas, Likuiditas, Pertumbuhan, Ukuran Badan Usaha, dan Free Cash Flow Pada Badan Usaha Manufaktur periode 2007-2011

Tahun	DPR	Δ	ROA	Δ	CR	Δ	SIZE	Δ	DEBT	Δ	GRO	Δ	FCF	Δ
2007	0.72		0.18		2.42		12.52		0.36		0.16		0.72	
2008	0.73	+	0.19	+	2.50	+	12.54	+	0.35	–	0.16		0.73	+
2009	0.64	–	0.18	–	2.48	–	12.61	+	0.35		0.17	+	0.70	–
2010	0.61	–	0.18		2.41	–	12.60	–	0.36	+	0.18	+	0.69	–
2011	0.58	–	0.17	–	2.73	+	12.55	–	0.38	+	0.21	+	0.73	+

Sumber : Laporan Keuangan IDX periode 2007-2011 (diolah)

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah (1) Untuk mengetahui pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (2) Untuk mengetahui pengaruh *liquidity* terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (3) Untuk mengetahui pengaruh *companies' size* terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (4) Untuk mengetahui pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (5) Untuk mengetahui pengaruh *growth* terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (6) Untuk mengetahui pengaruh arus kas terhadap kebijakan dividen pada badan usaha sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.

Hasil dari penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi investor, hasil penelitian ini dapat memberikan acuan pengambilan keputusan investasi yang terkait dengan hasil investasi berupa dividen badan usaha dan dapat menjadi acuan untuk pertimbangan investasi sesuai dengan preferensi risiko masing-masing. Bagi pihak manajemen badan usaha, hasil penelitian ini dapat digunakan dalam pengambilan keputusan terkait dengan kebijakan pembayaran dividen yang akan dilakukan. Manajemen badan usaha juga dapat melihat faktor-faktor yang mempengaruhi dan yang tidak mempengaruhi kebijakan dividen dalam memprediksi besarnya jumlah dividen yang akan dibayarkan dan bagi peneliti berikutnya, hasil penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen sehingga menambah pengetahuan sebagai dasar penelitian selanjutnya.

2. Telaah Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

Signaling Theory dividen mengansumsikan bahwa pembayaran dividen dibutuhkan untuk menginformasikan kondisi positif yang ada dalam badan usaha. Pembayaran dividen adalah sangat mahal (Megginson, 1997, p.362) baik bagi badan usaha yang melakukan pembayaran (karena pembayaran dividen akan mengurangi jumlah dana yang akan dipergunakan untuk investasi) maupun bagi pemegang saham yang menerima pembayaran dividen (karena pemegang saham harus membayar kewajiban pajak atas dividen). Teori residu dividen ini menyatakan bahwa badan usaha lebih baik menahan untuk diinvestasikan kembali dibandingkan untuk dividen (Gitman, 2009, p.604). Hal ini dikarenakan reinvestasi akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Donaldson memperkenalkan *pecking order theory* yang membahas mengenai pemenuhan kebutuhan modal dari sumber dana internal, dan apabila sumber dana internal tidak memadai barulah badan usaha mencari sumber dana dari eksternal. Menurut *Pecking Order Theory* semakin banyak laba yang dihasilkan badan usaha maka akan semakin banyak dana yang tersedia secara internal untuk mendukung operasional dan investasi, sehingga badan usaha tidak perlu utang dari pihak ketiga. Sundjaja dan Barlian (2003:390) mengatakan kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Saragih, et al (2005:2) mengatakan bahwa dividen adalah jumlah keuntungan dalam bentuk uang tunai (kas) yang harus dikembalikan badan usaha kepada pemilik badan usaha yaitu pemegang saham.

2.1. Profitabilitas

Juma'h (2008) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Juma'h menyebutkan bahwa semakin besar keuntungan yang diperoleh suatu badan usaha maka semakin besar dividen yang dibagikan. Argumentasi ini mengungkapkan bahwa suatu badan usaha akan membagikan dividen apabila badan usaha tersebut memperoleh keuntungan sehingga badan usaha yang semakin besar keuntungannya akan memiliki jumlah kas yang besar pula dan badan usaha tersebut dapat membagikan dividen dalam jumlah yang besar pula.

Hipotesis 1 : Diduga profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.2. Likuiditas

Juma'h (2008) dan Gupta (2010) mengungkapkan bahwa terdapat pengaruh positif antara likuiditas dengan kebijakan dividen. Hal ini dinyatakan dengan semakin baik likuiditas yang dimiliki oleh badan usaha akan meningkatkan kebijakan dividen badan usaha tersebut. Likuiditas yang semakin baik dalam badan usaha mencerminkan bahwa adanya peningkatan kas yang dimiliki badan usaha tersebut.

Hipotesis 2 : Diduga likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.3. Ukuran Badan Usaha

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Juma'h (2008) menyatakan bahwa ada hubungan positif antara ukuran badan usaha terhadap kebijakan dividen. Hal ini dinyatakan dengan semakin besar ukuran badan usaha maka omset yang dihasilkan juga akan semakin tinggi dan menyebabkan laba yang dihasilkan tinggi. Jika laba tinggi maka dividen yang dibagikan juga akan tinggi. Selain itu, badan usaha yang memiliki ukuran yang lebih besar diperkirakan akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan badan usaha yang memiliki ukuran yang kecil.

Hipotesis 3 : Diduga ukuran badan usaha berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.4. Utang

Gupta (2010) mengungkapkan bahwa utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena semakin tinggi proporsi utang atau semakin meningkatnya utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Selain itu, dengan adanya peningkatan utang maka akan menimbulkan biaya bunga atas utang tersebut. Sehingga peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban untuk membayar bunga dan utang tersebut akan lebih diprioritaskan daripada membayar dividen.

Hipotesis 4 : Diduga utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.5. Pertumbuhan

Deskmukh (2005) mengungkapkan bahwa pertumbuhan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini disebabkan karena badan usaha yang pertumbuhannya tinggi akan lebih memilih untuk berinvestasi dibandingkan dengan membagikan dividen sehingga laba yang diperoleh badan usaha akan dialokasikan sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi yang berguna bagi pertumbuhan badan usaha di masa yang akan datang. Hal ini akan mempengaruhi jumlah laba yang akan dibagikan sebagai dividen menjadi lebih kecil.

Hipotesis 5 : Diduga pertumbuhan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.6. Free Cash Flow

Rosdini (2009) berargumentasi bahwa semakin besar *free cash flow* yang dimiliki badan usaha akan menaikkan pembayaran dividen kepada pemegang saham sehingga dalam hal ini *free cash flow* memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Argumentasi ini

menyatakan bahwa apabila badan usaha yang memiliki *free cash flow* yang tinggi maka dalam badan usaha itu bisa terjadi *free cash flow problem* atau *overinvesting*.

Hipotesis 6 : Diduga *free cash flow problem* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

3. Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas yang bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh dari variabel-variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan dan *free cash flow* terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen. Berdasarkan pada teknik penelitian, penelitian ini merupakan penelitian eksperimental karena penelitian ini dilakukan dengan melakukan pengujian berulang-ulang. Dilihat dari temuannya, penelitian ini merupakan penelitian terapan. Berdasarkan jenis variabel independen dan dependen yang diteliti, maka penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dalam menjawab rumusan masalah. Model analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda.

3.1. Variabel

3.1.1. Variabel Independen

a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 dalam menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan Juma'h (2008). Alat ukur yang digunakan adalah *Return On Asset* dengan formula :

$$ReturnOnAsset = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Aktiva Bersih}}$$

b. Likuiditas

Likuiditas adalah kemampuan badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 dalam mendanai kegiatan operasionalnya dan melunasi kewajiban jangka pendeknya (Irawati, 2006, p.27). Alat ukur yang digunakan adalah *Quick Ratio* dengan formula:

$$QuickRatio = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Kewajiban Jangka Pendek}}$$

c. Ukuran Badan Usaha

Ukuran badan usaha adalah cerminan besar kecilnya badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. (Sartono, 2001:50). Ukuran badan usaha pada penelitian ini diukur dengan menggunakan logaritma dari total penjualan pada periode tertentu.

$$SIZE = \text{Log. Total Sales}$$

d. Utang

Utang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 untuk membiayai kebutuhan dananya Gupta (2010). Alat ukur yang digunakan adalah *Debt Ratio* dengan formula:

$$DebtRatio = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

e. Pertumbuhan

Pertumbuhan merupakan kemampuan badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 untuk mempertahankan posisi usahanya dalam perkembangan ekonomi dan industri di dalam perekonomian pada saat badan usaha manufaktur tersebut beroperasi Deskmukh (2005). Alat ukur yang digunakan adalah *Growth to Total Asset* dengan formula:

$$Growth = \frac{\text{Total Asset}_{t+1} - \text{Total Asset}_t}{\text{Total Asset}_t}$$

f. *Free Cash Flow*

Free cash flow yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011, seperti : melunasi utang, membayar dividen, dan melakukan investasi Brealey et al. (2006:998). Alat ukur yang digunakan adalah *free cash flow* dengan formula:

$$FreeCashFlow = CashFlowFromOperations - NetCapitalExpenditure + ChangesInWorkingCapital$$

3.1.2. Variabel Dependen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh badan usaha manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011, berupa penentuan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan badan usaha sektor manufaktur di Indonesia periode 2007-2011 Saragih, et al (2005:2). Alat ukur yang digunakan adalah *Dividend Payout Ratio* dengan formula:

$$DPR = \frac{\text{Dividend}}{\text{EPS}}$$

3.2. Metode Pengolahan Data

Berdasarkan pola hubungan antar variabel dalam penelitian ini, metode pengolahan data dalam penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda. Alasan menggunakan metode regresi linier berganda dikarenakan untuk melihat pengaruh langsung dari variabel dependen dan variabel independen. Pengolahan data ini dilakukan dengan menggunakan bantuan program *SPSS 16.0 for Windows*.

Regresi linier berganda digunakan untuk menganalisis satu variabel yang dependen (y) terhadap beberapa variabel independen yang lain. Persamaan yang digunakan dengan regresi linier ini untuk pengujian hipotesis adalah sebagai berikut:

$$DIV = a_1 + b_1 \text{ PROFIT} + b_2 \text{ LIQ} + b_3 \text{ SIZE} + b_4 \text{ DEBT} + b_5 \text{ GROWTH} + b_6 \text{ FCF} + e_1$$

Keterangan

DIV: *Dividend Payout Ratio*

PROFIT: *PROFITABILITY ratio (Net Income/Total Assets)*

LIQ: *LIQUIDITY ratio (Quick ratio)*

SIZE: *SIZE (Log Total Sales)*

DEBT: *Debt ratio (Total Debt/Total Assets)*

GROWTH: *Growth Total Assets*

FCF: *Free Cash Flow*

a_1 : Konstanta

b_1 - b_6 : Koefisien Regresi

e_1 : Standar error

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Uji Asumsi Klasik

Multikolinearitas timbul sebagai akibat adanya hubungan kausal antara 2 variabel bebas atau lebih atau adanya kenyataan bahwa 2 variabel penjelas atau lebih bersama-sama dipengaruhi oleh variabel ketiga yang berada di luar model. Untuk mengetahui data yang digunakan bebas dari multikolinearitas maka dapat dilihat dari hasil pengolahan data antar variabel dengan menggunakan program *Eviews 7*. Dimana hasil dari pengolahan data tersebut tidak ada hubungan antar variabel yang melebihi 0,9, sehingga dapat disimpulkan bahwa model dalam penelitian ini tidak terjadi multikolinearitas. Tabel hasil pengolahan dapat dilihat pada Tabel 5 berikut ini.

Tabel 5
Hasil Pengolahan Uji Non-Multikolinearitas

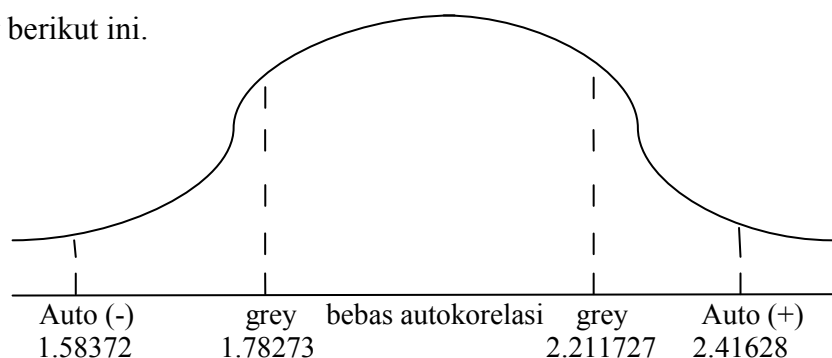
	PROFIT	LIKUIDITAS	SIZE	LEVERAGE	GROWTH	FCF
PROFIT	1					
LIKUIDITAS	0.147418	1				
SIZE	0.02599	-0.481054	1			
LEVERAGE	-0.19355	-0.808727	0.410036	1		
GROWTH	-0.141392	-0.196067	0.125101	0.197061	1	
FCF	0.609469	0.093729	-0.145635	-0.007057	-0.11351	1

Pengujian heterokedastisitas di dalam penelitian ini menggunakan Uji White. Dengan menggunakan model *Generalized Least Square* dan *white-heterokedasticity* maka pada penelitian ini bebas dari masalah heterokedastisitas.

Dependent Variable: D(Y)
 Method: Panel Least Squares
 Date: 01/07/13 Time: 08:14
 Sample (adjusted): 2008 2011
 Periods included: 4
 Cross-sections included: 21
 Total panel (balanced) observations: 84

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.118781	0.054524	2.178516	0.0324
D(PROFIT)	-0.936393	1.016155	-0.921507	0.3597
D(CR)	-0.040302	0.050596	-0.796544	0.4282
D(SIZE)	-0.544070	0.248070	-2.193215	0.0313
D(DEBT)	-0.901640	0.729238	-1.236415	0.2201
D(GRW)	-0.099260	0.180556	-0.549743	0.5841
D(FCF)	-0.061937	0.283474	-0.218493	0.8276
R-squared	0.102230	Mean dependent var		0.067500
Adjusted R-squared	0.032274	S.D. dependent var		0.421660
S.E. of regression	0.414800	Akaike info criterion		1.157615
Sum squared resid	13.24855	Schwarz criterion		1.360183
Log likelihood	-41.61984	Hannan-Quinn criter.		1.239046
F-statistic	1.461342	Durbin-Watson stat		2.316636

Untuk menguji ada tidaknya masalah autokorelasi, maka digunakan uji statistik Durbin Watson dengan menggunakan program *SPSS 16.0 for Windows*. Hasil pengujian autokorelasi menunjukkan hasil perhitungan Durbin Watson sebesar 2.3166. Dari tabel diketahui bahwa dengan jumlah observasi (n) sebesar 105 dan variabel independen (k) sebesar 6, yaitu PROFIT, LIQ, SIZE, LEV, GROWTH, dan FCF sehingga diperoleh $d_L = 1.58372$ dan $d_U = 1.78273$. Dari hasil tersebut dapat diketahui bahwa model regresi berada pada *grey area*, sehingga dinyatakan bebas dari autokorelasi. Dari data tersebut dapat digambar kurva statistik Durbin Watson pada gambar berikut ini.



Pengujian normalitas menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dengan menggunakan program *SPSS 16.0 for Windows* menghasilkan nilai asymp.sig (2-tailed) dari

residual sebesar 0,001. Hal ini menunjukkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini lebih besar dari 30 (memenuhi syarat statistik) sehingga walaupun ada beberapa data yang tidak memenuhi syarat distribusi normal akan cenderung berdistribusi normal dengan sendirinya. Gujarati (2003:109) “....it can be shown that if those are a large number of beast and identically distributed random variables, then with a few exceptions the distribution of their sum tends to a normal distribution...”.

Tabel 6
Hasil Pengolahan Uji Normalitas

		Unstandardized Residual
N		105
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.38784506
Most Extreme Differences	Absolute	.190
	Positive	.190
	Negative	-.112
Kolmogorov-Smirnov Z		1.945
Asymp. Sig. (2-tailed)		.001

a. Test distribution is Normal.

Analisis regresi linier digunakan untuk menganalisis hubungan satu variabel terikat (*dependent*) dengan satu atau lebih variabel bebas (*independent*). Dalam penelitian ini, metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda, dikarenakan jumlah variabel independen yang digunakan lebih dari satu, yaitu profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan arus kas. Data yang digunakan dalam analisis regresi linier berganda adalah data yang bersumber dari 21 perusahaan pada sektor manufaktur periode 2007-2011.

Hasil analisis regresi linier berganda dengan menggunakan bantuan program *Eviews 7 for Windows* adalah sebagai berikut.

Tabel 7
Ringkasan Hasil Pengolahan Data

Variabel	Hubungan Menurut Hipotesis Penelitian	β	P	Hubungan Menurut Hasil	Keterangan
PROFIT	Positif	- 0.9363	0.3597	Negatif tidak signifikan	Ditolak
LIQ	Positif	- 0.0403	0.4282	Negatif tidak signifikan	Ditolak
SIZE	Positif	- 0.5440	0.0313**	Negatif signifikan	H ₁ diterima, tetapi terjadi kesalahan tipe I
LEV	Negatif	- 0.9016	0.2201	Negatif tidak signifikan	Ditolak
GROWTH	Negatif	- 0.0992	0.5841	Negatif tidak signifikan	Ditolak
FCF	Positif	- 0.0619	0.8276	Negatif tidak signifikan	Ditolak

Keterangan = * → Signifikan pada level 10%

 ** → Signifikan pada level 5%

 *** → Signifikan pada level 1%

$\hat{Y} = 0.1187 - 0.9363D(X1) - 0.0403D(X2) - 0.5440D(X3) - 0.9016D(X4) - 0.0992D(X5) - 0.0619D(X6).$

Variabel profitabilitas memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien - 0.9363. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa apabila variabel profitabilitas mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan pada variabel perubahan kebijakan dividen. Pengaruh negatif ini menyatakan bahwa badan usaha yang menguntungkan akan memiliki peluang investasi yang besar, dan badan usaha tersebut akan lebih memilih untuk meningkatkan laba ditahan agar dapat melakukan investasi yang menguntungkan supaya badan usaha tersebut dapat terus mempertahankan dan meningkatkan nilai badan usaha. Selain itu, laba badan usaha yang ditahan dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional sehingga mengurangi pembayaran dividen kepada pemegang saham, Sunarto (2003). Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto (2003) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan variabel yang akrual basis, profitabilitas tidak dipertimbangkan oleh manajemen badan usaha dalam pembayaran besarnya dividen kas, sehingga para pemegang saham tidak terlalu penting untuk mempertimbangkan besarnya dividen kas yang akan dibayarkan oleh badan usaha.

Variabel likuiditas memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien - 0.0403. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa apabila variabel likuiditas mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan pada variabel perubahan kebijakan dividen. Pengaruh negatif ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Poerwadi (2003) yang menyatakan likuiditas yang terlalu tinggi berdampak pada pembayaran dividen yang semakin kecil. Likuiditas yang terlalu tinggi menunjukkan ketidakefektifan perusahaan manufaktur dalam menggunakan modal kerja yang disebabkan oleh proporsi dari aktiva lancar yang tidak menguntungkan sehingga menyebabkan perusahaan manufaktur kurang efisien dan dampaknya pada pembayaran dividen kepada investor semakin kecil. Variabel likuiditas perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Arilaha (2009) yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasi 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.

Variabel ukuran badan usaha memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien - 0.5440. . Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa apabila variabel ukuran badan usaha mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan pada variabel perubahan kebijakan dividen. Pengaruh negatif ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) yang menemukan bahwa terdapat hubungan negatif antara ukuran badan usaha dengan kebijakan dividen, dimana semakin besar ukuran badan usaha manufaktur maka dividen yang dibagikan akan semakin kecil, begitu pula sebaliknya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki ukuran yang besar cenderung menginvestasikan kembali *net income* yang dimilikinya untuk mengembangkan perusahaan daripada membagikan dividen. Jika badan usaha melakukan investasi, maka aset yang dimiliki akan besar sehingga membuat perusahaan tersebut memiliki ukuran yang semakin besar pula. Dewi (2008) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi yang baik mungkin akan lebih memilih untuk mengalokasikan laba ditahannya pada investasi yang menguntungkan supaya perusahaan tersebut dapat terus mempertahankan bahkan meningkatkan *net income* yang secara tidak langsung akan meningkatkan ukuran badan usaha. Informasi ini membuktikan bahwa hipotesis 1 di terima, namun terdapat kesalahan tipe 1 α . Sehingga hipotesis 1 tetap diterima, tetapi sebenarnya yang diharapkan adalah hipotesis 0, di mana yang diharapkan adalah variabel ukuran badan usaha memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Variabel utang memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien - 0.9016. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa apabila variabel utang mengalami kenaikan maka akan menyebabkan penurunan pada variabel perubahan kebijakan dividen. Pengaruh negatif ini menyatakan bahwa semakin tinggi utang yang dimiliki badan usaha maka semakin rendah dividen yang dibagikan. Hasil penelitian Gupta (2010) didukung oleh Prihantoro (2003) yang mengungkapkan semakin tinggi proporsi utang atau semakin meningkatnya utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Selain itu, dengan adanya peningkatan utang maka akan menimbulkan biaya bunga atas utang tersebut. Sehingga peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban untuk membayar bunga dan utang tersebut akan lebih diprioritaskan daripada membayar dividen. Apabila beban utang dan bunga semakin tinggi maka menyebabkan kemampuan badan usaha untuk membayar dividen semakin rendah. Variabel utang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen disebabkan karena kondisi Indonesia menunjukkan bahwa pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur bukan dibayar atau dipengaruhi oleh utang (Yuniningsih, 2002). Utang yang tinggi disebabkan karena dana baik dari *retained earning* yang digunakan untuk mendanai investasi atau kegiatan operasi perusahaan adalah lebih kecil dibandingkan dengan kebutuhan dana yang ada sehingga untuk memenuhi diambilkan dari pihak eksternal khususnya utang.

Variabel pertumbuhan memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien regresi sebesar - 0.0992. Pengaruh negatif ini menandakan bahwa apabila terjadi peningkatan pertumbuhan badan usaha maka terjadi penurunan dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham begitu pula sebaliknya. Deskmukh (2005) menyatakan bahwa badan usaha yang pertumbuhannya tinggi akan lebih memilih untuk berinvestasi dibandingkan dengan membagikan dividen sehingga laba yang diperoleh badan usaha akan dialokasikan sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi yang berguna bagi pertumbuhan badan usaha di masa yang akan datang. Hal ini akan mempengaruhi jumlah laba yang akan dibagikan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Variabel pertumbuhan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen disebabkan karena dana yang digunakan untuk ekspansi dan investasi tersebut merupakan murni kebijakan dari perusahaan, yang akan diambil semua dari laba ditahan atau melalui utang, Amalia (2011).

Variabel *free cash flow* memiliki pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien regresi sebesar - 0.0619. Pengaruh negatif ini menandakan bahwa

apabila terjadi peningkatan *free cash flow* yang dimiliki badan usaha maka akan terjadi penurunan perubahan dividen yang dibayarkan oleh badan usaha kepada pemegang saham dan sebaliknya. Variabel *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Tarjo (2005) yang menyatakan aliran kas bebas belum mendapat perhatian di Indonesia karena perusahaan yang ada tidak melaporkan keberadaannya secara eksplisit. Kondisi ini berbeda dengan kondisi di Amerika Serikat. Di Amerika Serikat, aliran kas bebas telah mendapat perhatian. Ini dapat dibuktikan dengan dipublikasikannya aliran kas bebas secara berkala oleh lembaga/badan independen.

Koefisien determinasi (R^2) menunjukkan nilai sebesar 0.1022. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow* sebesar 10.22%, sedangkan sisanya sebesar 89.78% dijelaskan oleh variabel-variabel di luar variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow*.

5. Kesimpulan dan Saran

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan uji F, diperoleh hasil bahwa variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran badan usaha, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow* secara serempak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada badan usaha manufaktur yang terdaftar pada PT Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011. Hal ini menandakan bahwa model dapat digunakan untuk memprediksi kebijakan dividen.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, diketahui bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen, variabel likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen, variabel ukuran badan usaha berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen, variabel utang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen, variabel pertumbuhan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen, dan variabel *free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap variabel perubahan kebijakan dividen pada badan usaha manufaktur yang terdaftar pada PT Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011.

Berdasarkan nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.1022. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow* sebesar 10.22%, sedangkan sisanya sebesar 89.78%

dijelaskan oleh variabel-variabel di luar variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran, utang, pertumbuhan, dan *free cash flow*.

5.2 Saran

Rekomendasi bagi badan usaha yang ingin membagikan dividen harus memperhatikan ukuran badan usaha karena variabel ini berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki ukuran yang besar cenderung menginvestasikan kembali *net income* yang dimilikinya untuk mengembangkan perusahaan daripada membagikan dividen. Rekomendasi bagi para investor yang *risk averse* dimana mereka memilih investasi dengan tingkat risiko rendah walaupun dengan konsekuensi menerima pembayaran dividen dalam jumlah kecil, maka dapat melakukan investasi pada perusahaan yang memiliki ukuran badan usaha yang besar. Namun bagi investor yang berorientasi pada *capital gain* sebaiknya berinvestasi pada perusahaan sektor manufaktur yang mempunyai ukuran badan usaha yang kecil.

Penelitian ini memiliki kelemahan dimana (R^2) relatif rendah. Hal ini mungkin disebabkan adanya variabel lain yang berpengaruh signifikan tetapi tidak masuk dalam penelitian ini. Sehingga untuk penelitian berikutnya hendaknya dikembangkan lebih lanjut dengan menggunakan variabel yang lainnya yang mempengaruhi kebijakan dividen, seperti pajak, biaya transaksi, reaksi pasar saham menurut Megginson (1999). Selain itu penelitian ini diharapkan dapat digunakan sampel yang lebih besar, seperti semua badan usaha yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia sehingga dapat mencerminkan reaksi pasar modal secara keseluruhan.

Daftar Pustaka

- Arilaha, Muhammad A., 2009. “ Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen”. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 13, No. 1, hal. 78-87.
- Baker, et al, 2001, *Why are Dividend Disappearing? An Empirical Analysis, Working Paper, Code Harvard NOM research paper no. 03-12*, Harvard Business School.
- Damodaran, Aswath, 2001, *Corporate Finance Theory and Practice*, Second Edition, Hermitage Publishing Service, Wiley International Edition.
- Deshmukh, Sanjay, 2005. “*The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy*”. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol 44. No 1 dan 2.
- Dewi, S.C., 2008, Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.10, No. 1:47-58.
- Fama, E.F., dan K.R. French, 2001, Disappearing Dividend : Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60: 3-43.
- Gitman, L.J., 2009, *Principles of Managerial Finance*, 12th Edition, Pearson International Edition.
- Gujarati D.N., 1981, *Ekonometrika Dasar*, Erlangga Jakarta.
- Gujarati D., 1978, *Ekonometrika Dasar*, Erlangga Jakarta.
- Gujarati, Damodar N, *Essentials of Econometrics*, Twelfth Edition, McGraw Hill, Inc., 2003.
- Gupta, Amitabh, 2010. “*The Determinants of Corporate Dividend Policy*”. Vol.37, No.2.
- Irawati S., 2006, *Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, Pustaka.
- Juma’ah, Ahmad, 2008.”*The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy : A Sample of U.S Manufacturing Companies*”. *Intermetro Business Journal*, Vol,4, No.2.
- Jurusan Manajemen FBE Ubaya, 2010 Pedoman Penulisan Skripsi Jurusan Manajemen, Fakultas Bisnis dan Ekonomika, Universitas Surabaya.
- Kania dan Bacon, 2005, What Factors Motivate the Corporate, *ASBBS E-Journal*, Vol 1. No 1.
- Meggison, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Mohammed, Norhayati, 2010, “*Empirical Analysis of Determinants of Dividend Payment: Profitability and Liquidity*”. *Accounting Research*.

- Nuringsih, K, 2005, Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* Vol 2. No 2: 103-123.
- Poerwadi, A.H., 2003, Analisis Variabel-Variabel Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen, *JABM*, Vol, 11, No.2:111-132.
- Priyatmo D., 2008, *Mandiri Belajar SPSS (Statistical Product and Service Solution)*. Mediakom.
- Rosdini, Dini 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividen Pay Out Ratio.
- Sartono, R.A, 2001, *Manajemen Keuangan Internasional*, Edisi Pertama, BPFE Yogyakarta.
- Smart S.B., W.L. Megginson dan L.J. Gitman, 2004, *Corporate Finance*, Thomson.
- Suharli, M., 2005, Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat, *Jurnal Ekonomi Akuntansi*, Universitas Kristen Petra.
- Sunarto dan Andi Kartika, Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Maret 2003.
- Sundjaja dan Barlian, 2003, *Manajemen Keuangan*, Literata Lintas Media.
- Taswan, 2003, Analisis Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan serta Faktor-Faktor Yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Utami, Siti, 2011. "Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy and Leverage of Firms in Indonesia". *European Journal of Economics Finance and Administrative Sciences Issue*.
- Yuniningsih, 2002, Interdependensi Antara Kebijakan Dividen Payout Ratio, Financial Leverage, dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Listed di Bursa Efek Jakarta, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Vol.9 No.2: 164-182.