

**PENGARUH ARUS KAS BEBAS, *COLLATERALIZABLE ASSETS*, DAN
KEBIJAKAN UTANG TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI *JAKARTA ISLAMIC INDEX***

Muhammad Arfan

E-mail: arfan_was@yahoo.com

Trilas Maywindlan

E-mail: trilas130589@yahoo.com

Fakultas Ekonomi Universitas Syiah Kuala

ABSTRACT

The aim of this study is to investigate the effect of free cash flow, collateralizable assets, and debt policy, both simultaneously and partially, to dividend policy on listed companies at Jakarta Islamic Index for the year 2007-2010. The study type used is verificative study or hypothesis testing study. By using census method and unbalanced panel data, there are 91 firm observations fulfilling the population criteria.

The source of data is secondary data obtained from the capital market reference centre at the Indonesia Stock Exchange. The multiple regression analysis model is used to test the hypothesis.

The results show that (1) free cash flow, collateralizable assets, and debt policy simultaneously have influence to dividend policy (2) free cash flow has positive influence to dividend policy (3) collateralizable assets has positive influence to dividend policy, and (4) debt policy has negative influence to dividend policy.

Keywords: free cash flow, collateralizable assets, debt policy, dividend policy

1. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Salah satu tujuan perusahaan secara umum adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Hal itu sejalan dengan tujuan pemegang saham melakukan investasi yaitu untuk memperoleh tingkat *return* yang tinggi sehingga dapat memaksimalkan kesejahteraan mereka.

Dalam mencapai tujuan tersebut, banyak dari pemegang saham (*principal*) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada pihak manajemen (*agent*). Dalam hal ini pihak manajemen diberi amanah oleh pihak pemegang saham untuk mengelola perusahaan dalam upaya untuk memaksimalkan utilitas/kesejahteraan pemegang saham. Namun, dalam perjalanannya, seringkali pihak manajemen mengabaikan kepentingan pemegang saham.

Pemegang saham (investor) menginginkan *return* yang tinggi dalam bentuk dividen, namun pihak manajemen perusahaan ingin melakukan investasi untuk memperbesar aset perusahaan. Pembagian dividen yang relatif besar akan dianggap sebagai sinyal positif oleh pemegang saham. Masalahnya, pembagian dividen yang cukup besar akan mengurangi kemampuan pendanaan perusahaan untuk pengembangan perusahaan. Untuk itu diperlukan suatu kebijakan dividen yang optimal dimana perusahaan mengambil kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimumkan harga saham (Astuti, 2004:145).

Diantara perusahaan-perusahaan yang membayar dividen adalah perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*. Pada Tabel 1 disajikan data dividen per lembar saham beberapa perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* dari tahun 2007-2010.

Tabel 1
Data Dividen Per Lembar Saham

No	Kode Perusahaan	Dividen per Lembar Saham			
		2007	2008	2009	2010
1	AALI	815	505	220	190
2	ANTM	215.23	57.47	25.38	70.71
3	ASII	160	300	570	830
4	UNVR	215	262	320	399

Sumber: Data Diolah (2013)

Berdasarkan Tabel 1, dapat dilihat bahwa besarnya dividen yang dibagikan oleh perusahaan berbeda-beda setiap perusahaan. Bahkan, besaran dividen yang dibagikan oleh perusahaan yang sama berbeda-beda juga setiap tahunnya. Contohnya AALI (PT Astra Agro Lestari) yang pembagian dividen nya makin lama makin menurun. Sebaliknya, ASII (PT Astra International) dan UNVR (PT Unilever) membagikan dividen yang nilainya terus meningkat dari tahun 2007-2010. Para pemegang saham atau investor tentunya akan menginginkan pembagian dividen yang meningkat tiap tahunnya. Berdasarkan survei literatur yang telah dilakukan, perbedaan nilai dividen yang dibayar oleh perusahaan tersebut diduga dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor, diantaranya arus kas bebas (Jensen, 1986; Weston dan Brigham, 2001:93; Rosdini 2009; Hayati dan Arfan, 2010), *collateralizable assets* (Titman & Wessels, 1988; Wahyudi dan Baidori, 2008; Pujiastuti, 2008; Chen & Dhiensiri, 2009), dan kebijakan utang (Rozef, 1982 dalam Arilaha, 2009; Weston & Copeland, 1992:99; Nuringsih, 2005; Pujiastuti, 2008; Arilaha, 2009).

Arus kas bebas adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2006:65). Arus kas bebas yang ada pada perusahaan biasanya akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen perusahaan. Menurut *free cash flow hypothesis* yang dikemukakan oleh Jensen (1986), perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah dan memiliki arus kas bebas yang tinggi akan membayar dividen yang tinggi untuk mencegah manajer menginvestasikan kas pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif. Hal ini berarti bahwa perusahaan akan menggunakan arus kas

bebas untuk membayar dividen dari pada menginvestasikannya dalam proyek perusahaan. Rosdini (2009) dan Hayati dan Arfan (2010) menemukan bahwa arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Semakin besar arus kas bebas yang ada pada perusahaan, maka akan semakin besar pula dividen yang dibayarkan.

Faktor lainnya yang diperkirakan berpengaruh terhadap kebijakan dividen adalah *collateralizable assets*. *Collateralizable assets* adalah aset yang dapat dijaminkan kepada kreditor untuk menjamin pinjaman perusahaan. Titman dan Wessels (1988) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak aset yang bersifat *collateral* memiliki *agency problem* yang lebih kecil antara kreditor dengan pemegang saham karena aset demikian bisa berfungsi sebagai jaminan atas utang. Mengingat *collateralizable assets* berfungsi memperkecil *agency problem* maka diharapkan besarnya *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen.

Hal ini dibuktikan oleh Wahyudi dan Baidori (2008) serta Pujiastuti (2008) dalam penelitiannya ditemukan bahwa *collateralizable assets* memiliki pengaruh yang positif terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Tingginya *collateralizable assets* akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan kreditor sehingga perusahaan dapat membayar dividen dalam jumlah besar. Semakin tinggi *collateralizable assets* semakin tinggi pula tingkat proteksi kreditor menerima pembayaran mereka. Hal ini akan mengurangi *agency cost* antara pemegang saham dengan kreditor.

Kebijakan utang yang diambil oleh perusahaan merupakan faktor lain yang diduga dapat menjelaskan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para investor. Weston and Coopeland (1992:111) menyatakan bahwa “semakin banyak dividen yang dibayarkan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan”. Tentu hal ini akan menyebabkan perusahaan mencari dana eksternal (pinjaman atau saham) untuk melakukan investasi baru. Akibatnya, pembayaran dividen menjadi mahal karena kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Menurut Rozef (1982) dalam Arilaha (2009), perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen.

Nuringsih (2005), Pujiastuti (2008), Arilaha (2009), serta Hayati dan Arfan (2010) menemukan bahwa kebijakan utang memiliki pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ketika perusahaan memiliki tingkat penggunaan utang yang tinggi, maka perusahaan cenderung membayar dividen rendah.

Untuk menjawab apakah ketiga faktor tersebut berpengaruh terhadap kebijakan dividen diuji dengan menggunakan metode analisis regresi linear berganda. Penelitian-penelitian terdahulu dilakukan dengan objek perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Berbeda dengan penelitian-penelitian terdahulu, penelitian ini mengambil populasi perusahaan yang termasuk dalam *Jakarta Islamic Index (JII)* tahun 2007-2010, dimana perusahaan yang terdaftar adalah perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria investasi sesuai syariah Islam, dengan prosedur yang dikutip dari Hartono (2007:102) sebagai berikut:

- Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan, kecuali termasuk dalam 10 kapitalisasi besar.
- Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun berakhir yang memiliki rasio Kewajiban terhadap Aktiva maksimal sebesar 90%.
- Memilih 60 saham dari susunan saham di atas berdasarkan urutan rata-rata kapitalisasi pasar (market capitalization) terbesar selama 1 (satu) tahun terakhir.
- Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama 1 (satu) tahun terakhir.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, masalah penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.
2. Apakah arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.
3. Apakah *collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.
4. Apakah kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

Bagian selanjutnya dari penelitian ini disusun sebagai berikut: kerangka pemikiran dan hipotesis, metode penelitian, hasil penelitian dan pembahasan, serta kesimpulan, keterbatasan, dan saran.

2. KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

Hubungan Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen

Ross, Westerfield, & Jaffe (1999:24) menyatakan bahwa “ arus kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham, yang tidak diperlukan untuk modal kerja”. Arus kas bebas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Di satu pihak, manajer lebih menginginkan dana tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang dapat menghasilkan keuntungan. Di sisi lain, pemegang saham mengharapkan sisa dana tersebut dibagikan, sehingga dapat menyejahterakan mereka.

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, Jensen (1986) dalam *free cash flow hypothesis* nya menyatakan bahwa “perusahaan dengan peluang pertumbuhan yang rendah dan memiliki jumlah arus kas bebas yang besar akan membayar dividen yang tinggi untuk mencegah manajer menginvestasikan kas pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif”. Hal ini berarti perusahaan akan menggunakan arus kas bebas untuk membayar dividen dari pada menginvestasikannya dalam proyek perusahaan.

Hasil penelitian Rosdini (2009) menunjukkan bahwa arus kas bebas memiliki pengaruh terhadap dividen kas yang dihitung dengan *dividend payout ratio*. Pengaruh arus kas bebas terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif, artinya semakin tinggi arus kas

bebas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah arus kas bebas semakin rendah *dividend payout ratio*. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Hayati dan Arfan (2010), dimana arus kas bebas berpengaruh positif terhadap dividen kas.

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

Hubungan *Collateralizable Assets* dengan Kebijakan Dividen

Collateralizable assets adalah aset perusahaan yang dapat dijamin oleh perusahaan kepada kreditor. Salah satu faktor yang mempengaruhi keputusan keuangan jangka panjang adalah tersedianya agunan. Weston dan Brigham (2001:309) menyatakan bahwa pada umumnya utang jangka panjang yang berjaminan akan lebih murah daripada utang tanpa jaminan. Selain itu, keputusan pembiayaan setiap tahun akan dipengaruhi oleh jumlah aktiva yang baru diperoleh yang tersedia untuk jadi jaminan bagi obligasi baru.

Adanya pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan laba ditahan kemungkinan berkurang, sehingga perusahaan perlu untuk melakukan pembiayaan melalui utang kepada kreditor. Titman dan Wessels (1988) mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak aset yang bersifat *collateral* memiliki *agency problem* yang lebih kecil antara kreditor dengan pemegang saham karena aset demikian bisa berfungsi sebagai jaminan atas utang. Mengingat *collateralizable assets* berfungsi memperkecil *agency problem* maka diharapkan besarnya *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Wahyudi dan Baidori (2008) serta Pujiastuti (2008) menunjukkan hasil bahwa *collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan variabel *dividend payout ratio*. Pengaruh positif tersebut bermakna bahwa semakin besar *collateralizable assets* akan mengakibatkan perusahaan menaikkan pembayaran dividen.

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

Hubungan Kebijakan Utang dengan Kebijakan Dividen

Dividen yang dibayarkan oleh perusahaan akan mengakibatkan berkurangnya laba ditahan, sehingga untuk melakukan investasi perusahaan memerlukan tambahan dana yang berasal dari pinjaman. Weston and Coopeland (1992:111) menyatakan bahwa semakin banyak dividen yang dibayarkan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan. Hal ini menyebabkan perusahaan mencari dana eksternal (pinjaman atau saham) untuk melakukan investasi baru. Akibatnya, pembayaran dividen menjadi mahal karena kebutuhan untuk menambah modal eksternal yang lebih mahal.

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, Rozef (1982) dalam Arilaha (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan

memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen.

Hasil penelitian Nuringsih (2005) dan Pujiastuti (2008) menunjukkan bahwa kebijakan utang memiliki pengaruh yang negatif terhadap *dividend payout ratio*. Pada tingkat penggunaan utang yang relatif besar, perusahaan membayar dividen pada persentase yang tidak terlalu tinggi. Apabila perusahaan memiliki utang yang tinggi, hal ini akan berdampak pada pengurangan pembayaran dividen untuk menghindari transfer kekayaan dari kreditor terhadap pemegang saham. Tindakan ini dilakukan untuk memperhatikan kepentingan kreditor dan pemegang saham. Hasil yang sama juga ditemukan oleh Hayati dan Arfan (2010), dimana kebijakan utang (dalam hal ini diprosikan dengan *financial leverage*) berpengaruh negatif terhadap dividen kas.

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

3. METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan pengujian hipotesis. Penelitian ini menguji pengaruh arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Jenis penelitian ini adalah penelitian kausalitas dengan tingkat intervensi peneliti minimal. Unit analisis dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* tahun 2007-2010. Penelitian ini menggunakan *unbalanced panel data* dimana jumlah observasi tidak (harus) sama untuk setiap unit *cross-sectional* (Gujarati, 2004:636).

Populasi

Populasi adalah keseluruhan kelompok orang, peristiwa, atau hal yang ingin diinvestigasi (Sekaran, 2009:241). Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* dengan tahun pengamatan tahun 2007, 2008, 2009, dan 2010 serta membayar dividen tunai pada tahun pengamatan.

Berdasarkan ketentuan tersebut, jumlah elemen populasi yang digunakan pada penelitian ini berjumlah 91 observasi yang dapat dilihat pada Tabel 2. Behubungan jumlah elemen populasi tidak banyak (91 pengamatan), maka seluruh elemen populasi diteliti, sehingga penelitian ini menggunakan metode sensus.

Tabel 2
Ketentuan dan Jumlah Populasi

Kriteria Populasi	Jumlah Perusahaan				Jumlah
	2007	2008	2009	2010	
1. Perusahaan yang terdaftar di <i>Jakarta Islamic Index</i> .	37	43	38	37	155
2. Perusahaan yang tidak membayar dividen.	(18)	(19)	(15)	(12)	(64)
Jumlah Perusahaan	19	24	23	25	91

Sumber: Data Diolah (2013)

Operasionalisasi Variabel

a) Kebijakan Dividen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan perusahaan. Kebijakan dividen diukur dengan DPR (*dividend payout ratio*). Rasio ini mengukur perbandingan antara dividen yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapat oleh perusahaan. Pengukuran yang digunakan yaitu (Paramavisan & Subramanyam, 2009:109):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Bersih Per Lembar Saham}} \dots\dots\dots 1)$$

b) Arus Kas Bebas

Arus kas bebas (*free cash flow*) berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham & Houston, 2006:65). Arus kas bebas dihitung dengan rumus (Jones & Sharma, 2001):

$$\text{Arus Kas Bebas} = \frac{\text{ arus kas operasi bersih} + \text{ arus kas ivestasi bersih}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots 2)$$

c) *Collateralizable Assets*

Collateralizable assets (COLLAS) adalah besarnya aktiva yang dapat dijaminakan oleh perusahaan kepada kreditor. Semakin tinggi *collateralizable assets* maka akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditor. *Collateralizable assets* dapat dihitung dengan rumus (Showalter, 1999):

$$\text{Collateralizable assets} = \frac{\text{Total aktiva tetap}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots 3)$$

d) Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang diukur dengan menggunakan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang dibagi dengan total aktiva (Brigham dan Houston, 2006:101).

Kebijakan utang dapat dihitung dengan rumus (Brigham dan Houston, 2006:103):

$$\text{Rasio utang} = \frac{\text{total utang}}{\text{total aktiva}} \dots\dots\dots 4)$$

Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan untuk menguji dan menganalisis, baik secara bersama-sama maupun parsial, pengaruh arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* tahun 2007 sampai 2010 adalah analisis regresi linear berganda yang datanya diolah dengan menggunakan program *Statistical Package For Social Science (SPSS)*. Model persamaan regresi berganda yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \varepsilon_{it}$$

Dimana :

Y_{it}	= kebijakan dividen perusahaan i tahun t
α	= koefisien konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3,$	= koefisien regresi
X_{1it}	= arus kas bebas perusahaan i tahun t
X_{2it}	= <i>collateralizable assets</i> perusahaan i tahun t
X_{3it}	= kebijakan utang perusahaan i tahun t
ε	= Error perusahaan i tahun t

Rancangan Pengujian Hipotesis

Sebelum pengujian hipotesis, terlebih dahulu disusun rancangan pengujian hipotesis untuk menguji pengaruh arus kas bebas (X_1), *collateralizable assets* (X_2) dan kebijakan utang (X_3) terhadap kebijakan dividen (Y) yang dilakukan dengan cara meregres semua variabel independen terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan metode sensus, dengan demikian tidak dilakukan uji signifikansi, baik secara bersama-sama maupun secara parsial. Kesimpulan diambil langsung dari nilai koefisien regresi masing-masing variabel.

Untuk menguji hipotesis pertama (H_1) apakah secara bersama-sama variabel independen ($X_1, X_2, X_3,$) berpengaruh terhadap variabel dependen (Y), digunakan uji bersama-sama dengan langkah sebagai berikut:

1. Menentukan hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_a)

H_0 : $\beta_1=\beta_2=\beta_3=0$; arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

H_a : paling sedikit ada satu $\beta_i \neq 0, i=1,2,3$; arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika β_i ($i=1,2,3$) = 0: H_0 diterima (H_a ditolak)

Jika paling sedikit ada satu β_i ($i=1,2,3$) $\neq 0$: H_0 ditolak

H_0 diterima (H_a ditolak) artinya variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel dependen, sedangkan H_0 ditolak (H_a diterima) artinya variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen.

Selanjutnya untuk mengetahui apakah variabel independen (X) secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen (Y) digunakan uji parsial dengan langkah-langkah sebagai berikut:

$H_{01}:\beta_1=0$; arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

$H_{a1}:\beta_1\neq 0$; arus kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

$H_{02}:\beta_2=0$; *collateralizable assets* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

$H_{a2}:\beta_2\neq 0$; *collateralizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*

$H_{03}:\beta_3=0$; kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*

$H_{a3}:\beta_3\neq 0$; kebijakan utang berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index*.

Kriteria penerimaan dan penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Jika β_i ($i=1,2,3$) = 0: H_0 diterima

artinya variabel independen secara parsial tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Jika β_i ($i=1,2,3$) $\neq 0$: H_0 ditolak

artinya variabel independen secara parsial berpengaruh terhadap variabel dependen.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data Penelitian

Deskripsi data penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3

Tabel 3
Deskripsi Data Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	91	.0145	1.3357	.409591	.2563412
AKB	91	-.8271	2.6675	.090384	.3224722
Collas	91	.0091	.8949	.314458	.2222316
Debt	91	.0217	.8396	.397882	.1766279
Valid N (listwise)	91				

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat nilai terendah, tertinggi, dan rata-rata dari variabel yang diteliti pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* tahun 2007-2010 dengan jumlah populasi 91 observasi. Variabel dependen yaitu kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan DPR (*dividend payout ratio*) diperoleh nilai terendah 0,0145 artinya bahwa jumlah dividen yang dibayarkan sebesar 1,45% dari laba bersih. Nilai tertinggi sebesar 1,3357 artinya jumlah dividen yang dibayarkan sebesar 133,57% dari laba bersih.

Nilai rata-rata diperoleh sebesar 0,409601 artinya rata-rata perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* tahun 2007-2010 membayar dividen sebesar 40,96% dari laba bersih.

Variabel arus kas bebas merupakan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada investor. Arus kas bebas dihitung dengan cara arus kas operasi bersih ditambah arus kas investasi bersih dibagi dengan total aktiva maka diperoleh nilai terendah sebesar -0,8271 berarti bahwa arus kas bebas terendah sebesar -82,71% dari total aktiva. Nilai tertinggi sebesar 2,6675 berarti bahwa arus kas bebas tertinggi sebesar 266,75% dari total aktiva. Nilai rata-rata arus kas bebas sebesar 0,90384 berarti bahwa rata-rata arus kas bebas pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* tahun pengamatan 2007-2010 sebesar 90,38% dari total aktiva.

Variabel *collateralizable assets* merupakan variabel yang menggambarkan aset perusahaan yang dapat dijamin kepada bank, diperoleh nilai terendah sebesar 0,0091 berarti bahwa *collateralizable assets* terendah sebesar 0,91% dari total aktiva. Nilai tertinggi diperoleh sebesar 0,8949 berarti bahwa *collateralizable assets* tertinggi sebesar 89,49% dari total aktiva. Nilai rata-rata *collateralizable assets* sebesar 0,314458 berarti bahwa rata-rata *collateralizable assets* pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* tahun pengamatan 2007-2010 sebesar 31,44% dari total aktiva.

Variabel kebijakan utang yang diukur dengan total utang dibagi dengan total aktiva diperoleh tingkat utang terendah sebesar 0,0217 berarti bahwa tingkat utang terendah sebesar 2,17% dari total aktiva. Nilai tertinggi diperoleh sebesar 0,8396 berarti bahwa tingkat utang tertinggi sebesar 83,96% dari total aktiva. Nilai rata-rata diperoleh sebesar 0,397882 berarti bahwa rata-rata tingkat utang perusahaan yang terdaftar di *Jakarta Islamic Index* tahun 2007-2010 sebesar 39,78% dari total aktiva.

Hasil Regresi Linear Berganda

Hasil regresi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat pada Tabel 4.

Tabel 4
Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.407	.080		5.112	.000
1 AKB	.043	.084	.054	.507	.614
Collas	.205	.121	.177	1.687	.095
Debt	-.165	.153	-.114	-1.081	.283

a. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan Tabel 4 diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,407 + 0,043X_1 + 0,205X_2 - 0,165X_3 + \varepsilon$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut dapat diketahui bahwa konstanta (α) sebesar 0,407, artinya jika arus kas bebas (X_1), *collateralizable assets* (X_2), dan kebijakan utang (X_3) dianggap konstan, maka besarnya *dividend payout ratio* adalah 0,407. Dengan kata

lain, jika ketiga variabel independen tersebut dianggap konstan, maka rata-rata dividen per lembar saham perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* 2007-2010 sebesar 40,7% dari laba per lembar saham.

Hasil Pengujian Hipotesis secara Bersama-Sama

Nilai β dari ketiga variabel independen yaitu arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang dapat dilihat pada Tabel 4. Dalam Tabel 4 didapatkan hasil bahwa semua $\beta \neq 0$, dimana $\beta_1=0,043$, $\beta_2=0,205$, dan $\beta_3=-0,165$. Kembali ke rancangan pengujian hipotesis disebutkan bahwa apabila paling sedikit ada satu $\beta_i \neq 0$, maka H_a diterima (H_0 ditolak). Mengacu pada rancangan pengujian hipotesis tersebut maka hasil penelitian ini menerima H_a atau menolak H_0 . Dengan demikian dapat dikatakan bahwa arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Besarnya pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap kebijakan dividen dapat ditentukan melalui nilai koefisien determinasi atau *R square* (R^2). Nilai koefisien determinasi dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5
Nilai Koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.221 ^a	.049	.016	.2542660

a. Predictors: (Constant), Debt, Collas, AKB

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat bahwa nilai *R square* diperoleh sebesar 0,049 atau sebesar 4,9%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen dalam penelitian ini yaitu arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang sebesar 4,9%, sedangkan 95,1% sisanya dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya, H_{02} diterima jika $\beta_1=0$, yang berarti bahwa nilai β arus kas bebas sama dengan nol, sebaliknya H_{a2} diterima jika $\beta_1 \neq 0$, yang berarti bahwa nilai β arus kas bebas tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa arus kas bebas mempunyai nilai $\beta_1=0,043$, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_{a2} diterima. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa arus kas bebas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi arus kas bebas sebesar 0,043, artinya setiap kenaikan arus kas bebas sebesar satu satuan akan meningkatkan kebijakan dividen sebesar 0,043 satuan. dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hal ini berarti arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Rosdini (2009) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Jensen (1986) dalam Pujiastuti (2008) mengemukakan bahwa jika perusahaan memiliki banyak arus kas bebas, maka mereka akan mampu membayar dividen lebih tinggi sehingga menurunkan konflik keagenan dengan pemegang saham. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil

penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti (2008) dan Arilaha (2009) yang menunjukkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Collateralizable Assets* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya, H_{03} diterima jika $\beta_2=0$, yang berarti bahwa nilai β *collateralizable assets* sama dengan nol, sebaliknya H_{a3} diterima jika $\beta_2 \neq 0$, yang berarti nilai β *collateralizable assets* tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa *collateralizable assets* mempunyai nilai $\beta_2=0,205$, sehingga dapat disimpulkan untuk menerima H_{a3} . Dengan demikian dapat dikatakan bahwa *collateralizable assets* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi *collateralizable assets* sebesar 0,205, artinya setiap kenaikan *collateralizable assets* sebesar satu satuan akan meningkatkan kebijakan dividen sebesar 0,205 satuan, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hal ini berarti *collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Pujiastuti (2008) dan Wahyudi & Baidori (2008) dimana *collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *collateralizable assets* yang dimiliki oleh perusahaan maka akan semakin tinggi pula pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan pernyataan Titman & Wessels (1988) yang mengungkapkan bahwa semakin tinggi *collateralizable assets* semakin tinggi proteksi kreditor menerima pembayaran piutang mereka. Hal ini akan mengurangi *agency costs* antara pemegang saham dengan kreditor sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih banyak.

Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan rancangan pengujian hipotesis yang telah ditentukan sebelumnya, H_{04} diterima jika $\beta_3=0$, yang berarti bahwa nilai β kebijakan utang sama dengan nol, sebaliknya H_{a4} diterima jika $\beta_3 \neq 0$, yang berarti nilai β kebijakan utang tidak sama dengan nol. Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa kebijakan utang mempunyai nilai $\beta_3=-0,165$, sehingga dapat disimpulkan untuk menerima H_{a4} . Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Koefisien regresi kebijakan utang sebesar -0,165, artinya setiap kenaikan kebijakan utang sebesar satu satuan akan menurunkan kebijakan dividen sebesar 0,165, dengan asumsi variabel bebas lainnya konstan. Hal ini berarti kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Pujiastuti (2008) dan Nuringsih (2005). Rozef (1982) dalam Arilaha (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen.

5. KESIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian empiris ini dilakukan untuk menguji pengaruh arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index* tahun 2007-2010. Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa:

1. Arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.
2. Arus kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.
3. *Collateralizable assets* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.
4. Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.

Keterbatasan

Terdapat beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, antara lain:

1. Penelitian ini hanya meneliti perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*, sehingga hasilnya tidak dapat digeneralisasi untuk perusahaan yang tidak terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.
2. Pemilihan faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan dividen pada penelitian ini hanya menggunakan tiga faktor, yaitu arus kas bebas, *collateralizable assets*, dan kebijakan utang. Hal ini memungkinkan terabaikannya faktor-faktor lain yang mungkin mempunyai pengaruh lebih besar terhadap kebijakan dividen.
3. Penelitian ini menggunakan rentang waktu yang pendek yaitu hanya empat tahun dari periode 2007 sampai 2010.

Saran

Untuk menambah referensi penelitian selanjutnya, ada beberapa saran yang dapat dikemukakan sebagai berikut:

1. Sebaiknya penelitian selanjutnya dapat memperluas objek penelitian, tidak hanya pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*, namun juga pada index lain yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Diharapkan pada penelitian selanjutnya untuk menggunakan variasi variabel lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen, berhubung variabel independen dalam penelitian ini hanya mampu menjelaskan 4,9% variasi kebijakan dividen, sedangkan sisanya (95,1%) dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini seperti *insider ownership*, profitabilitas, posisi likuiditas, dan faktor-faktor yang lain.
3. Disarankan kepada peneliti selanjutnya agar menggunakan rentang waktu penelitian lebih dari empat tahun.
4. Disarankan kepada peneliti selanjutnya agar meneliti perusahaan yang hanya memiliki arus kas bebas positif.

5. Disarankan kepada praktisi seperti investor, dapat menggunakan hasil penelitian ini sebagai bahan pertimbangan untuk mengambil keputusan investasi pada perusahaan yang terdaftar pada *Jakarta Islamic Index*.

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 : 78-87.
- Astuti, D. 2005. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- Brigham, Eugene & Joel Houston .2006. *Manajemen Keuangan*. Edisi kesepuluh, Terjemahan Dodo Suharno, Herman Wibowo. Jakarta: Erlangga.
- Chen, Jianguo & Nont Dhiensiri. 2009. Determinants of Dividend Policy. The Evidence of New Zealand. *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 34: 18-28.
- Gujarati, Damodar N. 2004. *Basic Econometrics*. New York: McGraw Hill.
- Hartono, Jogiyanto. 2007. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2007. Yogyakarta: BPFE
- Jensen, Michel C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. Vol. 76, No. 2: 323-329.
- Jones, Stewart & Rohit Sharma. 2001. The Impact of Free Cash Flow, Financial Leverage, and Accounting Regulation on Earnings Management in Australia's Old and 'New' Economies. *Managerial Finance*. Volume 27, No. 2: 251-263.
- Nuringsih, Kartika.2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Volume 2, No 2 :103-123.
- Paramavisan, C & T. Subramanyam. 2009. *Financial Management*. New Delhi: New Age International.
- Pujiastuti, Triani. 2008. Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang go public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Volume 12: 183-197.
- Rosdini, Dini. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio*. Working Papers in Accounting and Finance. Universitas Padjadjaran.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, & Jeffrey F. Jaffe. 1999. *Corporate Finance*. New York: McGraw Hill.
- Sekaran, Uma. 2009. *Research Methods for Business: Metodologi Penelitian untuk Bisnis*. Edisi 4. Terjemahan Kwan Men Ton. Jakarta: Salemba Empat.
- Showalter, Dean. 1999. Strategic Debt: Evidence in Manufacturing. *International Journal of Industrial Organization*. Vol. 17, No. 6: 319-333.
- Titman, Sheridan & Roberto Wessels. 1988. The determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*. Vol. 43, No. 1: 1-19.
- Wahyudi, Eko dan Baidori.2008. Pengaruh Insider Ownership, Collateralizable Assets, Growth in Net Assets, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2006. *Jurnal Aplikasi Manajemen*. Vol. 6, No. 3: 474-482.
- Weston, Freed & Eugene F. Brigham. 2001. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan Alfonsus Sirait. Jakarta: Erlangga.

_____ & Thomas E. Coopeland. 1992. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Yohanes Lamarto dan Mariana Adinata. Jakarta: Erlangga.

LAMPIRAN I

Hasil Regresi Berganda dengan Menggunakan Program SPSS 20 Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	91	.0145	1.3357	.409591	.2563412
AKB	91	-.8271	2.6675	.090384	.3224722
Collas	91	.0091	.8949	.314458	.2222316
Debt	91	.0217	.8396	.397882	.1766279
Valid N (listwise)	91				

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.221 ^a	.049	.016	.2542660

a. Predictors: (Constant), Debt, Collas, AKB

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.289	3	.096	1.492	.222 ^b
	Residual	5.625	87	.065		
	Total	5.914	90			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), Debt, Collas, AKB

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.407	.080		5.112	.000
	AKB	.043	.084	.054	.507	.614
	Collas	.205	.121	.177	1.687	.095
	Debt	-.165	.153	-.114	-1.081	.283

a. Dependent Variable: DPR